

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

**KATSAUS VASTUULLISEN SIJOITTAMISEN
KEHITYKSEEN SUOMESSA**

Yrityksen taloustiede, laskentatoimi

Pro gradu -tutkielma

Huhtikuu 2015

Ohjaaja: Salme Näsi

Linda Kaataja

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Johtamiskorkeakoulu; yrityksen taloustiede, laskentatoimi
Tekijä:	KAATAJA, LINDA
Tutkielman nimi:	Katsaus vastuullisen sijoittamisen kehitykseen Suomessa
Pro gradu -tutkielma:	89 sivua
Aika:	Huhtikuu 2015
Avainsanat:	Vastuullinen sijoittaminen, Suomi

Vastuullinen sijoittaminen on sijoitustyyli, jossa huomioidaan yhteiskunnalliset tai arvopohjaiset tekijät taloudellisten tavoitteiden rinnalla. Yhdysvalloissa ja Euroopassa vastuullinen sijoittaminen on ollut kasvava ilmiö jo useiden vuosikymmenten ajan, mutta Suomeen vastuullisen sijoittamisen on sanottu saapuneen muita kehittyneitä maita myöhemmin. Tämän tutkielman tarkoituksena oli lisätä ymmärrystä vastuullisen sijoittamisen kehityksestä Suomessa sen alkuaajoista vuoteen 2012 asti. Lisäksi pyrittiin arvioimaan vastuullisen sijoittamisen tutkimusta.

Aihetta lähestyttiin tarkastelemalla aikaisempaa tutkimusta ja keskustelua vastuullisesta sijoittamisesta Suomessa. Tutkielma toteutettiin synteisinä, eli aikaisemmin käydystä keskustelusta pyrittiin muodostamaan kehityskuva, joka kiteyttää vastuullisen sijoittamisen vaiheet suomalaisessa kontekstissa. Tutkielman aineisto kerättiin tietokantahakuna. Tutkielmaan valikoitui mukaan 31 tekstiä vuosilta 1999–2012.

Aineiston analysoinnin ja vertailun tuloksena syntyi neljä teemaa, jotka kuvasivat vastuullisen sijoittamisen ominaispiirteitä ja kehityskulkua Suomessa. Ensiksi esiteltiin lähtökohdat, joiden puitteissa vastuullinen sijoittaminen on päässyt kehittymään Suomessa. Seuraavaksi esiteltiin suomalaiset sijoittajat vastuullisen sijoitustoiminnan harjoittajina. Tämän jälkeen esiteltiin eettiset ja vastuulliset rahastot Suomessa. Viimeiseksi esiteltiin Suomen vastuullisen sijoittamisen erityispiirteet sekä kehityksen erot verrattuna muihin maihin.

Tutkielman tuloksena muodostui tiivistetty kuvaus vastuullisen sijoittamisen alkuvaiheesta ja kehityksestä Suomessa. Kehityksen taustalla mahdollisesti vaikuttavat tekijät esiteltiin niin kuin ne aineiston pohjalta oli pääteltävissä. Lisäksi tuloksena muodostui aikajana, josta käy ilmi tärkeimmät vuodet vastuullisen sijoittamisen kehityksen kannalta. Tutkielman kontribuutioarvo tulee siitä, että ymmärrys lisääntyi tekijöistä, jotka vaikuttivat Suomen vastuullisen sijoittamisen hitaamman yleistymisen taustalla. Suomalaisen vastuullisen sijoittamisen tutkimuksen arvioinnin tuloksena lukijalle välittyy kuva vastuullisen sijoittamisen tutkimuslinjoista ja suosituista tutkimustypeistä.

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	6
1.1 Aihevalinnan tausta ja keskeinen kirjallisuus.....	6
1.2 Tutkielman tarkoitus ja rajaukset	9
1.3 Keskeiset käsitteet	11
1.4 Tutkimuksen suhde teoriaan ja tutkimusote	12
2 TUTKIMUSPROSESSI JA AINEISTON ESITTELY	15
2.1 Finkin malli ja kirjallisuuskatsaus	15
2.2 Haun toteuttaminen.....	19
2.3 Aineiston yksittäisten töiden esittely	20
2.4 Vastuullisen sijoittamisen tutkimus Suomessa.....	32
3 SUOMALAISEN SJOITTAMISEN TAUSTATEKIJÄT AINEISTON MUKAAN	35
3.1 Suomalaisten rahoitusmarkkinoiden muutosten vaikutukset sijoittamiseen	35
3.2 Suomalaisen eläkevakuuttamisen kehitys ja sen suhde yhteiskuntaan.....	38
4 SUOMALAISTEN SJOITTAJIEN VASTUULLISUUS.....	42
4.1 Suomen evankelis-luterilaisen kirkon arvopohjainen sijoitustoiminta.....	42
4.2 Yksityissijoittaja vastuullisena sijoittajana.....	44
4.3 Eläkeyhtiöt vastuullisina sijoittajina.....	45
4.4 Vastuunäkökulmien omaksuminen rahoitussektorin sisällä.....	49
5 EETTISET JA VASTUULLISET RAHASTOT SUOMESSA.....	55
5.1 Eettisten ja vastuullisten rahastojen kehitys Suomessa	55
5.2 Suomalaisten vastuullisten rahastojen aikajärjestys	57
5.3 Suomalaisten vastuullisten rahastojen menestyksen vertailu	64
6 SUOMEN VASTUULLINEN SJOITTAMINEN VERRATTUNA MUIHIN MAIHIN	69
6.1 Vastuullisten rahastojen kehitys eri maiden välillä	69
6.2 Eläkevarojen sijoittamisen erot maiden välillä.....	71
6.3 Vastuullisen sijoittamisen erot neljän Pohjoismaan välillä	72
7 SYNTEESI.....	78
7.1 Vastuullisen sijoittamisen kehitys Suomessa sekä kehityksen taustatekijät	78
7.2 Vastuullisen sijoittamisen aikajana	82
8 YHTEENVETO	83
LÄHDELUETTELO.....	86

Taulukkoluettelo

Taulukko 1. Aineiston esittely

Taulukko 2. Eettisten rahastojen tuotto prosentit Tuokkolan mukaan

Taulukko 3. Eettisten rahastojen tuotto prosentit Heinäsen mukaan

Kuvioluettelo

Kuvio 1. Tutkimusprosessin vaiheet Finkin mallia mukaillen

Lyhenteet

CSR = Corporate Social Responsibility, yrityksen yhteiskuntavastuu

FK = Finanssialan keskusliitto

GRI = Global Reporting Initiative

KILA = Suomen kirjanpitolautakunta

SRI = Socially Responsible Investing, vastuullinen sijoittaminen

TELA = Työeläkevakuuttajat

UNPRI = Yhdistyneiden kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteet

1 JOHDANTO

1.1 Aihevalinnan tausta ja keskeinen kirjallisuus

Vastuullinen sijoittaminen – ja etenkin sen ominaispiirteet kansallisella tai alueellisella tasolla – on ollut kasvavan kansainvälisen mielenkiinnon (ks. esim. Eurosif 2008; Eurosif 2010; Eurosif 2012) ja tieteellisen tutkimuksen kohteena (ks. esim. Schueth 2003; Bengtsson 2008a, Bengtsson 2008b; Sandberg, Juravle, Hedesström, & Hamilton 2009; Arjalies 2010). Tutkimukset ovat antaneet viitteitä siitä, että vastuullisen sijoittamisen ilmiö poikkeaa eri maiden ja alueiden välillä niin käytännössä kuin periaatteidenkin tasolla (ks. esim. Louche 2004; Bengtsson 2008b; Sandberg ym. 2009). Tämä ajatus on saanut vahvistusta vastuullista sijoittamista vertailevista tutkimuksista (ks. esim. Eurosif 2008; Eurosif 2010; Eurosif 2012).

Arjaliesin (2010) mukaan vastuullisen sijoittamisen vaikutusta rahoitussektoriin tulisi lähestyä kansallisesta näkökulmasta, sillä vaikuttaisi siltä, että ilmiö on kansallisella tasolla tapahtuvien muutosten summa. Myös Amaeshi (2010, 52) varoittaa pitämästä vastuullista sijoittamista homogeenisenä ilmiönä ja kehottaa kiinnittämään huomiota valtavirtaisten sijoitusmarkkinoiden sekä yritysvastuun monimuotoisuuteen vastuullista sijoitustoimintaa tutkittaessa.

Vastuullista sijoittamista edistävät taustatekijät vaihtelevat maittain (Louche 2004, 148). Paine vastuulliseen sijoittamiseen Yhdysvalloissa syntyi kansalaisten ja erilaisten yksityisten liikkeiden ja järjestöjen vaatimuksista (ks. esim. Schueth 2003; Guay ym. 2004). Sparkes (2001) ja Brown (1998) tutkivat kirkkojen roolia vastuullisen sijoittamisen historian kehityksessä. Uskonnollisten arvojen muutos johti muutoksiin myös vastuullisessa sijoittamisessa, jolloin sijoitustyylin fokus muuttui moraalisesta tarkastelusta laajemmaksi yhteiskunnalliseksi lähestymistavaksi. Yhdysvalloista poiketen Iso-Britanniassa valtio ajoi vastuullisen sijoittamisen omaksumista (ks. esim. Louche 2004, 148). Myös McCann, Solomon ja Solomon (2003) arvelivat, että vastuullisen sijoittamisen

kasvu Iso-Britanniassa saattaa olla seurausta useista laajemmista sosiaalisista muutoksista.

Louche ja Lydenberg (2006, 5) tutkivat vastuullisen sijoittamisen kehitystä ja käytäntöjä Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Kummallekin alueelle oli tyypillistä kirkon vaikutus sijoitusmuodon kehittymisessä. Toisin kuin Yhdysvaltojen liittovaltio, eurooppalaiset valtionorganisaatiot ovat asettaneet suhteellisen huomattavan painotuksen yritys vastuun edistämiseksi ja tästä johtuen myös vastuulliselle sijoittamiselle. Euroopan ja Yhdysvaltojen vastuullisen sijoittamisen käytäntöjen välillä on eroja myös negatiivisten kriteerien sekä sijoittajakäyttäytymisen suhteen.

Vastuullisen sijoittamisen kehityksen tarkastelua vaikuttaa tutkijoiden erimielisyys vastuullisen sijoittamisen syntyhetkestä. Osa tutkijoista sijoittaa vastuullisen sijoittamisen juuret kauaksi satojen, jopa tuhansien, vuosien taakse (Schueth 2003), osa taas kuvaa vastuullisen sijoittamisen historiaa lyhyeksi, vain muutaman vuosikymmenen mittaiseksi (ks. esim. Louche 2004, 122). Vastuullisen sijoittamisen, sekä siihen liittyvien toimijoiden käytöksen ja mieltymysten on sanottu muuttuneen ajan kuluessa (Bengtsson 2008b). McCann, Solomon ja Solomon (2003) että sosiaalinen yhteiskunta-ajattelu on muuttunut, ei niinkään se, että ihmiset olisivat moraalisempia tai eettisempiä kuin aiemmin. Kuitenkin nykymuotoisesta vastuullisesta sijoittamisesta puhuttaessa viitataan usein 1960-luvun jälkeiseen aikaan (ks. esim. Guay ym. 2004; Schueth 2003).

Suuren mittaluokan vastuullisen sijoittamisen aloitteita on tapahtunut 2000-luvun alkupuoliskolta alkaen. Iso-Britanniassa vuodesta 2000 alkaen eläkerahastojen tuli ottaa vastuullinen sijoittaminen huomioon sijoitusperiaatteita laadittaessa (Sparkes 2001; Guay, Doh & Sinclair 2004; Hellsten & Mallin 2006). Niin ikään Ruotsissa ja Norjassa julki-set eläkerahastot omaksuivat Britannian kaltaisen käytännön 2000-luvun alussa (Bengtsson 2008b). Vuonna 2001 lanseerattiin FTSE4Good indeksit ja perustettiin Euroopan vastuullisen sijoittamisen foorumi (European Sustainable and Responsible Investment Forum, Eurosif) (Blowfield & Murray 2011). Yhdistyneiden kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteet (United Nations Principles for Responsible Investment, UNPRI) julkaistiin vuonna 2006. Sen lisäksi, että vastuullista sijoittamista on

pyritty yhtenäistämään kansainvälisesti, sitä on pyritty myös edistämään erilaisten kansallisten yhdistysten ja foorumeiden kautta (Ussif, Swesif). Suomalaista vastuullista sijoittamista on pyritty edistämään esimerkiksi vuonna 2010 perustetun Suomen vastuullisen sijoittamisen foorumin (Finland's Sustainable Investment Forum, Finsif) kautta¹.

Aiemmasta kirjoittelusta puuttuu Suomen vastuullisen sijoittamisen tarkastelu. Bengtsson (2008a; 2008b) on tutkinut vastuullisen sijoittamisen kehitystä pohjoismaisesta näkökulmasta. Kuitenkaan Suomen kehitys ei kuulunut Bengtssonin tarkasteluun. Myös Eurosif (2008; 2010; 2012) on tarkastellut Suomen vastuullisen sijoittamisen kehitystä, mutta raporteista puuttuu syvempi näkemys aihepiiristä. Myöskään suomalaiset itse eivät ole tutkineet vastuullista sijoittamista paljon. Yritysvastuu ja perinteinen sijoittaminen ovat olleet suosittuja tutkimuksen aiheita Suomessa. Sen sijaan tutkimusta suomalaisesta vastuullisesta sijoittamisesta on tehty vain rajallisesti. Aiheesta on kirjoitettu muutama väitöskirjaa, lukuisia lehtiartikkeleita sekä monia pro gradu -tutkielmia. Tutkimuksen vähäisyydestä ja hajanaisuudesta johtuen ei ole onnistuttu rakentamaan eheää kuvaa Suomalaisen vastuullisen sijoittamisen kehityksestä.

Vastuullisen sijoittamisen on sanottu rantautuneen Suomeen muihin eurooppalaisiin maihin verrattuna myöhään sekä kehittyneen Suomessa verrattain hitaasti. Lisäksi Suomen vastuullisen sijoittamisen kehityksestä tiedetään, että Suomessa eläkerahastoilla ei ole velvollisuutta julkaista sijoitusperiaatteitaan. Koska vastuullista sijoittamista ei ohjata tarkalla lainsäädännöllä, käytännöt nojaavat Finsifin kaltaisten toimijoiden sekä YK:n periaatteiden vapaaehtoiselle noudattamiselle. (Eurosif 2012)

Suomalainen sijoitusympäristö ja sijoitusmahdollisuudet poikkeavat muiden maiden sijoitusympäristöjen kehityksistä laajemminkin kuin vastuullisen sijoittamisen suhteen. Kianderin (2001, 11–12) mukaan suomalaiset rahoitusmarkkinat vapautettiin sääntelystä 1980-luvulla pienin yksittäisin muutoksin. Muutosten seurauksena Suomi oli muuttunut rahamarkkinoiden suhteen sääntely-yhteiskunnasta markkinatalousyhteiskunnaksi. Monissa Euroopan maissa, mukaan lukien muut Pohjoismaat, sekä Yhdysvalloissa ja

¹ Finsif 2013 <<http://www.finsif.fi/38>> 1.2.2013

Japanissa vapautustoiminnot olivat alkaneet Suomea aiemmin (Ruuskanen 2009, 40; Kiander 2001, 12). Lähtökohtien erilaisuus ilmenee niinkin perustavanlaatuisessa asiassa kuin osakekaupan syntyvuosissa, jossa Suomi poikkeaa merkittävästi esimerkiksi Iso-Britanniasta ja Yhdysvaltoista (ks. esim. Zekanis 1987).

Aiheen tutkiminen on tärkeää, jotta ymmärrys lisääntyisi niistä tekijöistä, jotka ovat yhteydessä sijoituskulttuurin muodostumiseen. Kansallisiin yksityiskohtiin keskittyvä tutkimus saattaa lisätä ymmärrystä vastuullisesta sijoittamisesta yhteiskunnallisena ilmiönä, joka muokkaa talouden instituutioita. Vastuullisen sijoittamisen kehitys kytkeytyy täten laajempaan kontekstiin suomalaisen sijoitustoiminnan ominaispiirteistä, kannattavuudesta ja pitkäjänteisyydestä.

Aiheen ajankohtaisuudesta kertoo sekin, että kesken tämän tutkielman tekoprosessia ilmestyi Scholtensin ja Sieväsen (2013) artikkeli, joka käsittelee erilaisten tekijöiden vaikutusta Pohjoismaiden kansallisiin vastuullisen sijoittamisen eroihin. Artikkelin myötä Suomi pääsi viimeinkin tieteelliseen vertailuun vastuullisen sijoittamisen suhteen. Scholtensin ja Sieväsen tarkastelusta puuttui kuitenkin kuvaus niistä kehityskuluista, jotka ovat vaikuttaneet sijoitustoiminnan yhteiskunnallisten näkökohtien omaksumisen hitauteen Suomessa. Tästä syystä vastuullista sijoittamista laajemmin kartoittavalle tutkimukselle on tilausta.

1.2 Tutkielman tarkoitus ja rajaukset

Tämän tutkielman tarkoituksena on lisätä ymmärrystä vastuullisen sijoittamisen kehityksestä Suomessa. Tämän tutkielman puitteissa pyritään myös selvittämään niitä ominaispiirteitä, jotka tekevät Suomen rahoitusmarkkinoista uniikin ympäristön vastuulliselle sijoittamiselle ja sen kehitykselle. Tämä tutkielma vastaa ajankohtaiseen, mielenkiintoa viimeaikaisessa tutkimuksessa herättäneeseen aiheeseen, ja jatkaa keskustelua syventämällä tarkastelua kansallisella tasolla. Suomalaista vastuullista sijoittamista ei ole aiemmin tutkittu kehitysnäkökulmasta.

Tämän tutkielman tavoitteena on rakentaa aikaisemman tutkimuksen ja kirjoittelun pohjalta kokonaiskuva vastuullinen sijoitustoiminnan kehityksestä Suomessa. Kokonaiskuvalle tarkoitetaan synteessin avulla aineistosta muodostettavaa, aikaisempiin havaintoihin pohjautuvaa, teemoittain jaettua kokonaisuutta. Tarkastelussa on pyritty esittämään tosiasiallinen kehitys sekä mahdollisia syitä kehityksen taustalla. Tutkielman tavoite voidaan jakaa kolmeen tutkimuskysymyksen muotoon:

1. Kuinka vastuullinen sijoittaminen on kehittynyt Suomessa valitun aineiston mukaan?
2. Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet vastuullisen sijoittamisen hitaaseen kehitykseen Suomessa?
3. Mitä tutkimuslinjoja vastuullisen sijoittamisen kirjoittelussa on ollut?

Tämän tutkielman tutkimuskysymykset syntyivät halusta selvittää vastuullisen sijoittamisen kehityskulku Suomessa. Tutkimuskysymyksen on tarkoitus ohjata tutkimusta, mutta tutkimus myös muuttaa kysymystä. Tätä tutkielmaa ohjaava tutkimuskysymys ensimmäinen tutkimuskysymys on laaja ja jättää aineistosta tehdyille tulkinnoille paljon liikkumatilaa. Tutkimusprosessin aikana tutkimuskysymyksiä jouduttiin arvioimaan uudelleen, ja toinen tutkimuskysymys muuttui useasti. Kolmas tutkimuskysymys haluttiin ottaa mukaan keskustelun ja tutkimuksen suuntien arvioimiseksi.

Tutkielmassa tarkastellaan vain tekstejä, joiden sisältö on analyttistä ja perusteltua. Kyseinen rajausta johtuu paitsi aineiston saatavuudesta myös siitä, että havaintojen syntymistä ja luotettavuutta pystytään arvioimaan. Näin ollen esimerkiksi sanomalehtiartikkelit jäivät pois aineistosta. Aineistosta on kerrottu tarkemmin seuraavassa luvussa. Nykymuotoisen vastuullisen sijoittamisen historia on varsin lyhyt, joten tarkasteltaviksi valikoituvien tekstien ei uskottu ulottuvan muutamia vuosikymmeniä kauemmaksi menneisyyteen. Tästä syystä tutkielman aineistolle ei asetettu aikarajaa. Toinen syy aikarajan asettamatta jättämiselle oli työn selvittävä luonne, rajauksella ei haluttu karsia relevantteja aineistoja.

1.3 Keskeiset käsitteet

Käsite *sijoittaminen* on mahdollista rajata suppeaksi tai ymmärtää laajemmin. Suomen osakeyhtiölain 1:5:n mukaan yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin. Näin ollen, vaikka sijoittamisen perustarkoituksena on saada tuottoa sijoitetulle rahalle, voi yrityksen toimintaan ja näin myös sijoittamiseen liittyä ei-taloudellisiakin näkökulmia.

Blowfield ja Murray (2011) kutsuvat *vastuullista sijoittamista* sijoittamistyyliksi, johon kuuluu yhteiskunnan, ympäristön ja eettisten seurausten arviointi. Englanninkielinen termi socially responsible investment (SRI) sisältää erilaisia sijoittamisen tyylejä, kuten eettinen sijoittaminen (ethical investing), arvoperusteinen sijoittaminen (value-based investing), kestävä sijoittaminen (sustainable investing), vaikutuspohjainen sijoittaminen (impact investing), kestävä sijoittaminen (sustainable investing) ja vastuullinen sijoittaminen (responsible investing). Sanat eivät ole kirjoittajien mukaan synonyymejä, vaikka saattavatkin joiltakin osin olla päällekkäisiä. Yhteinen nimittäjä näille termeille on ei-taloudellisten tekijöiden huomioiminen sijoitustoiminnassa. Vastuullinen sijoittaminen (RI, responsible investment) on toisinaan synonyymi SRI:lle. Renneboogin (2008) mukaan vastuullisessa sijoittamisessa pyritään seulomaan sopivia sijoituskohteita kriteerein, jotka ottavat huomioon joko eettiset arvot, yhteiskunnan, hyvän hallintotavan (corporate governance) tai ympäristöasiat.

Vastuullisen sijoittamisen termistöön on vakiintunut käsitteet *positiivinen ja negatiivinen seulonta*. Nämä kaksi seulontatapaa edustavat kahta erilaista strategiaa, joilla valitaan potentiaalisia sijoituskohteita. Negatiivinen seulonta tarkoittaa sitä, että vältetään sijoittamasta eettisesti epäilyttäviin yhtiöihin. Epäilyttävä toiminta voi sisältää lapsityövoimaan käyttöä, työntekijöiden kaltoin kohtelua, aseteollisuutta tai ympäristösaasteita. Negatiivisen seulonnan synonyymeja ovat negatiiviset kriteerit ja poissulkeminen. Negatiivinen seulonta on perinteinen ja helppo tapa sijoittaa vastuullisesti. Positiivinen seulonta tarkoittaa, että sijoitetaan yrityksiin jotka ajavat yhteistä hyvää ja jotka ovat sitoutuneita sosiaaliseen vastuuseen. Positiivisen seulonnan synonyymeja ovat positiiviset kriteerit ja suosiminen. (Ks. esim. Cowton 1999; Blowfield & Murray 2011)

Hyrskkeen, Lönnrothin, Savilaakson ja Sieväsen (2012, 21) mukaan termiä *vastuullinen sijoittaminen* alettiin käyttää Suomessa vasta YK:n vuonna 2006 julkaisemien periaatteiden jälkeen. Hellstenin ja Mallinin (2006) mukaan käytännössä suomenkielisillä termeillä *eettinen sijoittaminen* ja *sosiaalisesti vastuullinen* tarkoitetaan samaa asiaa, mutta kirjoittajat kyseenalaistavat, viitataanko niillä samoihin arvoihin.

Yhdistyneiden kansakuntien vastuullisen sijoittamisen periaatteet (United Nations Principles for Responsible Investment, UNPRI) julkaistiin vuonna 2006. UNPRI:ssa taloudelliseen analyysiin lisätään analyysi ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallinnollisiin tekijöihin (environmental, social and governance, ESG) vaikuttavista asioista. Aloite on ke-
rännyt maailmanlaajuisesti suuren määrän merkittäviä allekirjoittajia. Ensimmäinen periaate on ESG-asioiden sisällyttäminen sijoitusanalyysiin ja päätöksentekoprosessiin. Toinen periaate on toimimia aktiivisena omistajana sekä ESG-asioiden sisällyttäminen omistajakäytäntöihin. Kolmas periaate on riittävän selonteon tavoittelu kohdeyrityksiltä koskien ESG-asioita. Neljäs periaate on edistää UNPRI:n hyväksymistä sekä toteuttamista sijoittajasektorilla. Viides periaate on työskennellä yhdessä periaatteiden tehokkaan toteuttamisen parantamiseksi. Kuudes periaate on raportoida periaatteisiin liittyviä toimia ja kehitystä niiden toteuttamiseksi.²

1.4 Tutkimuksen suhde teoriaan ja tutkimusote

Tässä tutkielmassa on synteesiin pyrkivä tutkimusote. Synteesissä pyritään analyysin vastakohtaan, eli kokonaisuuden konstruoimiseen sen yksittäisistä osista. Tutkimuskohdetta pyritään lähestymään holistisesti, eli keräämään mahdollisimman laajasti tietoa aiheesta. Kartoittavaan tutkimukseen kuuluu havaintojen yhdistäminen etsimällä niistä samankaltaisuuksia. Kartoittava tutkimus on näin ollen synteesiin pyrkivä tutkimus.

Työn pohjaksi ei ole valittu aiempaa teoriaa tai mallia tutkimuksen kartoittavan luon-

²UNPRI 2014. <<http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>> 16.1.2014

teen vuoksi. Tutkielmassa pyrittiin tarkastelemaan suomalaisen vastuullisen sijoittamisen ominaispiirteitä mahdollisimman monipuolisesti, eikä tarkastelua haluttu rajoittaa ennalta. Aiempien teorioiden mukanaolo saattaisi jopa johtaa tutkimusta harhaan. Aiempaan teoriaan tukeutumisen poisjättöä tuki se, että sellaista teoriaa, joka selittäisi maakohtaisten erityispiirteiden syntyä ja motiiveja, ei edes vielä ole olemassa. Tosin yrityksiä tällaisen teorian muodostamiseksi on ollut (ks. Bengtsson 2008a, Bengtsson 2008b, Scholtens ja Sievänen 2013).

Review-tutkimus on tiedemaailmassa tunnustettu tutkimustyyppi, jota käytetään esimerkiksi vertaisarvioituissa tieteellisissä julkaisuissa (ks. esim. Green, Johnson & Adams 2006, Walsh & Downe 2005). Erilaisia katsauksia on runsaasti tieteellisissä julkaisuissa, mutta niiden sisältö ja tyylit vaihtelevat paljon. On katsauksia, joissa esitellään tietyn aiheen tai erityisalan viimeisimpiä tutkimussuuntia, joissa pyritään kokoaamaan ja kuvaamaan tiedeyhteisölle alan sisäistä keskustelua. On myös tutkimuksia, joissa käytetään useiden toisistaan erillään toteutettujen tutkimusten alkudataa ja pyritään löytämään yhdistelyn ja uudelleenanalysoinnin kautta aiemmasta poikkeavia tai aiempia havaintoja tukevia näkökulmia. Tällaisia tutkimuksia on toteutettu runsaasti erilaisista terveydenhoitoon liittyvistä aineistoista, mutta talous- ja kauppatieteissä niitä on hyvin vähän.

Kirjallisuuskatsaus, eli review-tutkimus, on eräs synteisiin pyrkivä tutkimus, jossa hajanaisia tiedon osia järjestellään uudelleen loogiseksi kokonaisuudeksi (Ks. esim. Kallio 2006a). Systemaattinen kirjallisuuskatsaus on selkeästi erotettavissa omaksi kokonaisuudekseen muista tutkimusotteista tarkan – ja mahdollisesti myös ankan – seulomisen takia. Seulontavaiheessa jokainen tutkimus käydään huolellisesti läpi noudattaen katsaukselle asetettuja kriteereitä. (Salminen 2011; Kallio 2006b; Metsämuuronen 2005)

Tässä tutkielmassa on käytetty kirjallisuuskatsauksen metodologiaa aineiston hankinnan, jäsentämisen ja valinnan selkeyttämiseksi. Kirjallisuuskatsaus valittiin tutkielman toteuttamistavaksi, jotta tutkimus olisi toistettavissa. Kirjallisuuskatsauksen eri vaiheissa aineiston keräys sekä valinta on kuvattu mahdollisimman tarkasti. Kirjallisuuskatsauksen

valikoitumiseen seulontamenetelmäksi vaikutti myös se, että vastuullisen sijoittamisen aluekohtaisia eroja on aiemmassa tutkimuksessa lähestytty sekundäärisen aineiston kautta. Näin ovat menetelleet mm. Louche ja Lydenberg (2006) sekä Bengtsson (2008a). Bengtsson (2008b) käytti aikaisemman tutkimuksen tuloksia osana tutkimuksensa dataa tukemassa empiiristä havainnointia. Koska sekundäärisen aineiston ja muiden tutkielmien käyttö on ilmeisen onnistunut menetelmä tutkittavan kohteen lähestymisessä, vaikuttaa kirjallisuuskatsauksen käyttö sopivalta metodilta aihepiirin lähestymiseen.

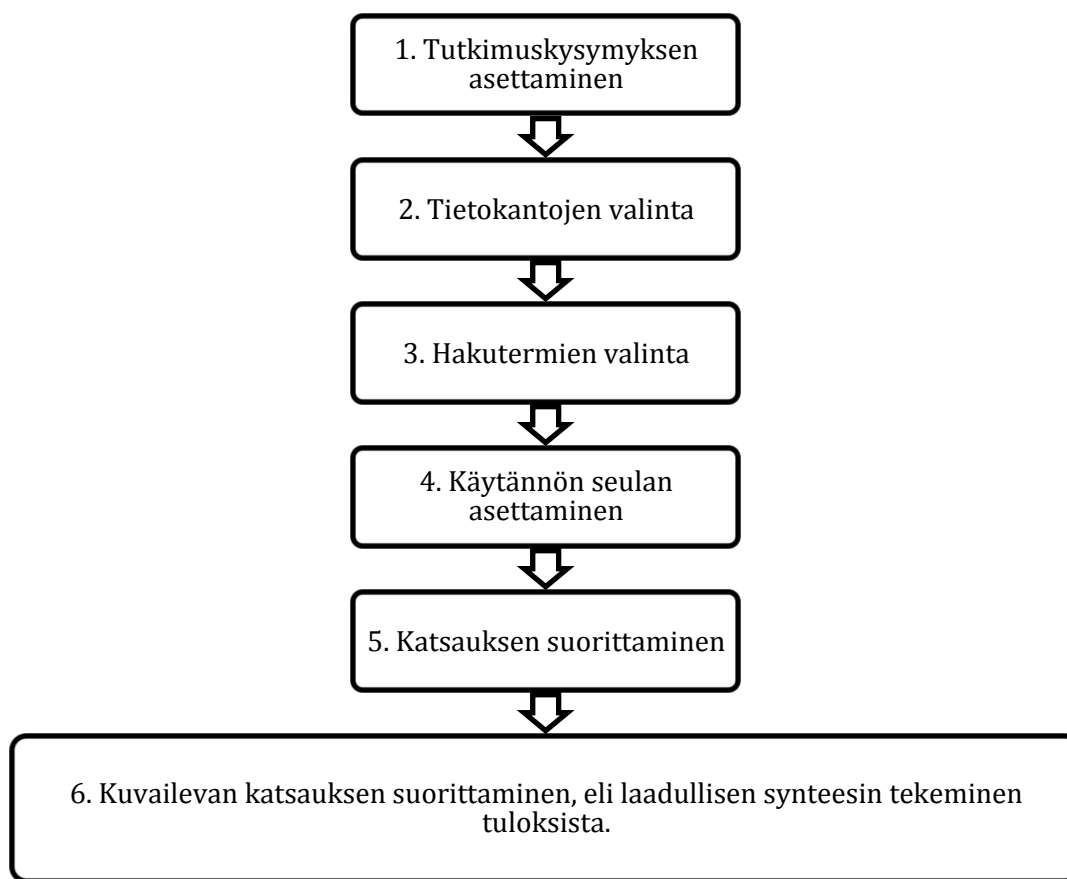
2 TUTKIMUSPROSESSI JA AINEISTON ESITTELY

2.1 Finkin malli ja kirjallisuuskatsaus

Tässä luvussa esitellään tutkielman toteuttamiseen käytetty malli, hakuprosessin toteutus sekä haun tuloksena muodostunut aineisto. Aineistonhankinnan onnistuminen on ratkaisevan tärkeää review-tutkimuksen onnistumiselle (Kallio 2006b). Fink (2005, 16) esittää, että hyvän review-tutkimuksen tulisi olla systemaattisesti koottu kaikista relevanteista lähteistä. Tutkimuksen tulisi myös olla kattava eli riittävän laaja-alainen. Toteutuksen tulee olla avoin, jotta lukija kykenee tunnistamaan aineiston ja arvioimaan tutkijan tekemiä valintoja. Fink (2005, 3) painottaa, että review-tutkijan tulisi keskittyä korkeatasoiseen, alkuperäiseen tutkimukseen. Salmisella (2011) on Finkiä avoimempi näkökulma aineistoon. Hänen mukaan tieteelliset lehdet ovat vain yksi perusteltavissa oleva aineisto kirjallisuuskatsaukselle. Salminen painottaa kuitenkin tutkimuksen luotettavuuden ja mahdollisen värityneisyyden arvioimista, jos review-tutkija päätyy muihin kuin tieteellisiin artikkeleihin. Salmisen mukaan aineiston kriittinen tarkastelu liitetään usein kirjallisuuskatsauksen vaatimuksiin.

Kuviossa 1 on esitetty katsauksen eri vaiheet Finkin (2005, 54) mallia mukaillen. Malli antaa suuntaa aineiston haulle, mutta ei varsinaisesti ohjaa aineiston käsittelyä tai tulointaa. Analyysin suorittamiselle ohjeita ovat antaneet muun muassa Walsh ja Downe (2005) sekä Salminen (2011). Näillä ohjeilla täydennetään Finkin mallia katsauksen suorittamisen sekä synteysin tekemisen suhteen.

Finkin mallissa tutkimusprosessi alkaa tutkimuskysymyksen asettamisella. Tutkimuskysymys on tärkeä, sillä se suuntaa tutkimusta. Tämän tutkielman tutkimuskysymykset esiteltiin alaluvussa 1.2. Tutkimuskysymykset muotoutuivat useaan otteeseen tutkimusprosessin aikana. Perimmäinen tarkoitus pysyi kuitenkin samana eli Suomen vastuullisen sijoittamisen kehityksen tarkastelussa.



Kuvio 1. Tutkimusprosessin vaiheet Finkin mallia mukaillen.

Tietokantojen valinta on seuraava tärkeä vaihe. Tämän tutkielman tietokannoiksi valikoituivat kansainväliset tieteelliset julkaisut ja niiden verkkohakutoiminnot:

Ebsco, Wiley Online Library, Emerald, ja Springer Link).

Seuraava tapa hakea aineistoa oli suomalaisten tietokantojen kautta:

Melinda, Nelliportaali, Helecon, Tamcat ja Helda ja Doria

Kolmas vaihe eli hakutermien valinta on niin ikään tärkeää review-tutkimuksessa. Hakutermien asettaminen määrää aineistoon päätyvien tutkimusten määrän ja laadun. Hakutermeiksi valittiin Yleisen suomalaisen asiasanaston (YSA) mukaiset termit. YSA:n mukainen hakutermi on *eettinen sijoittaminen*. YSA:oon ei kuulunut muita keskeisiä termejä, kuten *vastuullinen sijoittaminen*, joten hakutermejä jouduttiin täydentämään muilla asiasanoilla. Käsitteiden evoluutiosta ja määritelmien keskeneräisyydestä johtuen

termit eivät olleet itsestään selviä. Termilista muokkaantui tutkimusprosessin edetessä.

Sanahaku toteutettiin sanapareilla, joista toinen viittasi vastuulliseen sijoittamiseen ja toinen Suomeen. Käytettyjä suomenkielisiä hakusanoja olivat:

eettinen sijoittaminen, vastuullinen sijoittaminen, eettiset rahastot, yhteiskunnallinen sijoittaminen, sijoituspolitiikka

Vastinparina edellisille suomenkielisille hakusanoille käytettiin termiä:

Suomi

Lisäksi haku toteutettiin myös englannin kielellä. Käytettyjä hakusanoja olivat:

Responsible investment, socially responsible investment, ethical investment, ethical funds, SRI

Vastinparina edellisille englanninkielisille hakusanoille käytettiin termiä:

Finland

Neljäs vaihe eli käytännön seulan asettaminen tarkoittaa Finkin (2005, 54) mukaan esimerkiksi tarkasteluperiodia sekä kieltä. Tarkasteluperiodi haluttiin jättää avoimeksi. Hakukieliksi valikoitui suomi ja englanti, sillä näillä hakutermeillä löytyivät myös ruotsinkieliset materiaalit. Finkin tarkoittamaa käytännön seulaa jouduttiin laajentamaan koskemaan myös muita käytännön tekijöitä. Tämän tutkielman aineiston ulkopuolelle on rajattu tekstit, joita oli tutkielman resursseihin nähden vaikea saada käsiin. Jotkin aineistohaussa seulaan jääneet pro gradut olivat saatavilla ainoastaan kirjallisessa muodossa, eivätkä projektin resurssit mahdollistaneet jokaiseen yliopistoon matkustamista fyysisesti. Paperisten töiden osalta tarkasteluun otettiin vain Tampereelta ja Helsingistä saatavilla olevia töitä.

Käytännön seulaan vaikuttaa myös materiaalin tyyppi. Hakuprosessin edetessä huomattiin tieteellisen tutkimuksen vähäisyys aiheesta ja tutkielmaan päätettiin sisällyttää laajemmin erilaiset asiantuntijoiden tuottamat materiaalit. Kuitenkin aineiston tulkinnan kannalta on olennaista, että tarkastellaan vain tekstejä, joiden sisältö on analyyttistä ja perusteltua. Aineistoa luettaessa on pyrittävä arvioimaan havaintojen syntymistä ja joh-

topäätelmien luotettavuutta, eikä tämän ajatuskulun seuraaminen onnistu ilman analyyttistä otetta alkuperäiseltä kirjoittajalta. Lisäksi kriteereihin kuuluu, että kirjoittajan tulee olla aiheen asiantuntija ja osoittaa perehtyneisyytensä aiheeseen. Näin ollen tämän tutkielman aineistoksi on valittu suomalaista vastuullista sijoittamista käsittelevät tieteelliset artikkelit, kirjat, tutkielmat ja muu materiaali, joka täyttää edellä mainitut kriteerit.

Hakuvaiheessa päädyttiin siihen, että pro gradu -tutkielmat otettiin mukaan tarkasteluun, mutta kandidaatin työt sekä ammattikorkeakoulujen opinnäytetyöt jäivät tarkastelun ulkopuolelle. Pro graduissa vaatimustaso on korkeampi kuin kahdessa muussa opinnäytetyötyypissä, joten huolimatta tekstityypin tieteellisyyden ja asiantuntemuksen kyseenalaisuudesta, päätettiin pro gradut ottaa mukaan hakuun.

Käytännön seulan asettamisessa päädyttiin myös lehtiartikkelien sulkemiseen ulos aineistosta. Lehtiartikkeleiden näkökulmat ja sisältö ovat varsin pintapuolisia, vaikka kehityskulun selvittämiseksi tarvittaisiin tekstilaji, joka syventyy käsiteltävään aihepiiriin. Ei-tieteelliset artikkelit ovat usein suppeita ja kirjoittajan asiantuntijuudesta ei lukijalla ole takeita. Lehtiartikkelien käyttökelpoisuus ei näin ollen ole synteesin kannalta paras mahdollinen. Lisäksi lehtiartikkelien hallittavuutta haittaa artikkelien valtaisa määrä, sekä heikko saatavuus. Verkkoaineistot ulottuvat vain neljän vuoden taakse, eikä sitä vanhempia lehtiä ole säilytetty kovin systemaattisesti.

Finkin (2005, 54) mukaan viimeisessä katsauksen tekovaiheessa raportoidaan, mitä nykyisin tiedetään aiheesta, selitetään tutkimustuloksia sekä käydään läpi tutkimusten laatua. Viimeiseksi tehdään synteesi tekstien johtopäätelmistä, joka voi Finkin mukaan olla kvalitatiivinen tai kvantitatiivinen. Tämän tutkielman aineiston läpikäyntiprosessissa käsitellään kunkin tekstin tärkeimmät tiedot, kuten datan hankinta, lähteet, taustaoletukset sekä käytännön toteutuksen arvioinnit läpi. Lisäksi pyritään tarkastelemaan sitä, kuinka kirjoittajat kuvaavat vastuullisen sijoittamisen kehitystä. Erillisistä havainnoista pyritään luomaan eheä ja kuvaileva synteesi. Viimeinen vaihe toteutuu tutkielman luvusta kolme eteenpäin on.

2.2 Haun toteuttaminen

Systemaattinen aineiston haku toteutettiin loppuvuodesta 2012. Aikaisimmat hakuhavainnot jääneet aineistot oli julkaistu vuonna 1999. Tämän seurauksena aineiston tarkasteluperiodiksi muodostui aikaväli 1999–2012. Scholtensin ja Sieväsen (2013) artikkeli oli viimeisin aineistoon mukaan otettu työ. Se julkaistiin verkossa elokuussa 2012, vaikka sen virallinen julkaisuvuosi on 2013.

Koska aineiston keruu on toteutettu tiukasti sanahauulla tietokannoista, on aineiston ulkopuolelle jäänyt aihepiiriin löyhästi liittyviä tekstejä. Ulkopuolelle jäivät tekstit, jotka eivät suoraan sisältäneet edellä esiteltyjä avainsanoja. Lisäksi aineistoa karsittiin aineistoon perehtymisen vaiheessa, sillä osa hakuun jääneistä teksteistä ei käsitellyt aihetta. Epärelevantit tutkielmat on etsitty ja rajattu manuaalisesti tarkastelun ulkopuolelle.

Tiukan käytännön seuran takia runsaasti tutkielmia jouduttiin jättämään aineiston ulkopuolelle. Merkittävimmät syyt tähän olivat vääränlainen tekstityyppi (ammattikorkeakoulujen opinnäytetyöt ja yliopistojen kandidaatintutkielmat), aineiston saatavuuden rajoitus (osa teksteistä oli saatavissa vain niteinä tai paikallisessa verkossa) sekä tekstin merkittävien osien puuttuminen. Tekstin osien puuttumisesta esimerkkinä mainittakoon Hirston väitöskirja – artikkelikokoelma, jonka artikkeleihin ei tutkielman tekijällä ollut luku-oikeutta.

Hakukielenä olivat suomi ja englanti, koska näillä hakutermeillä löytyivät myös ruotsinkieliset materiaalit. Ruotsinkielisiä pro gradu -tutkielmia oli julkaistu muun muassa Turun yliopistossa, mutta ne oli saatavilla vain paperiversioina. Koska käytännön rajoitteeksi oli asetettu, että fyysisessä muodossa olevista teksteistä vain Tampereella ja Helsingissä olevat otetaan mukaan tarkasteluun, rajautuivat ruotsinkieliset tekstit pois aineistosta.

Lisäksi aineistoon päätettiin ottaa Eurosif-järjestön raportit, vaikka ne eivät sanahauissa tulleet esille. Perusteluksi raporttien mukaan otolle on se, että Eurosifin tutkimuksiin

viitataan tieteellisissäkin artikkeleissa, joten niiden voisi ajatella olevan suhteellisen merkittävä tiedonlähde. Lisäksi Eurosif on pitkään ollut ainoa taho, joka tuottaa kootusti tietoa vastuullisesta sijoittamisesta.

2.3 Aineiston yksittäisten töiden esittely

Tässä alaluvussa esitellään aineistohaun ja valikoinnin perusteella tutkielman aineistoksi muodostuneet tekstit. Edellä esitellyn hakuprosessin seurauksena tutkimusaineistoksi valikoitui 31 tekstin aineisto. Tekstit on esitelty taulukossa 1. julkaisuajankohdan mukaan aikajärjestyksessä. Tekstit myös esitellään lyhyesti.

Vuosi	Tekijä	Nimike
1999	Kantoluoto, Virpi	Eettinen ja ympäristöeettinen sijoittaminen: tilanne ja tulevaisuuden mahdollisuudet
1999	Virtanen, Janne	Eettiset sijoitusrahastot ja niiden tuottavuuden arvioiminen
1999	Savioja, Sari	Eettisen sijoittamisen kriteerit ja niiden soveltaminen suomalaisiin pörssiyrityksiin
1999	Tenngren, Sami	Socially responsible investing and exploitability of human resource information
1999	Rautio, Eija ja Niemenpää, Markus	Eettinen osakerahastosijoittaminen
2001	Karhapää, Vesa	Eettinen rahastosijoittaminen – kehitys, strategiat ja käytäntö
2001	Kuisma, Mika	Ympäristönäkökohdat sijoitustoiminnassa
2003	Takala, Tuomo ja Kääriäinen, Kimmo	Ethical investment policy of the Evangelical Lutheran Church of Finland
2003	Ylikoski, Johanna	Eettiset sijoitusstrategiat – Toimintamalli eettisissä sijoitusrahastoissa
2004	Rinne kangas, Matti	Ympäristöeettiset pörssiyhtiöt – maailmanpelastajiako?
2004	Tuokkola, Miikka	Performance of ethical funds in the Finnish market
2005	Hellsten, Päivi	The demographic profile of Finnish socially responsible mutual fund investors
2006	Sorsa, Veli-Pekka	Työeläkevakuutusyhtiön yhteiskuntavastuullinen osakesijoittaminen – institutionalistinen näkökulma työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan legitimizeettiin
2006	Heinänen, Ari	Eettisyyden hinta rahastosijoittamisessa
2006	Kankaanpää, Olli-Matti	Sijoittamisen moraalimalli
2006	Kupi, Otto	"Ei niihin hirveästi tarvitse kiinnittää huomiota, ne tulee

		siellä sivussa" Ympäristö- ja yhteiskuntavastuu sijoitus-toiminnassa
2007	Jokinen, Eini	Yhteiskuntavastuuasioiden tilinpäätösraportoinnin sekä vastuullisen sijoitustoiminnan merkitys liiketoiminnalle – Case Rautaruukki Oyj
2007	Wahlström, Anna	GRI-ohjeiston mukainen yhteiskuntavastuuraportti so-siaalisesti vastuullisen sijoittajan päätöksenteon tukena
2008	Mäkinen, Olli	Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskoh-teena – Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen
2008	Eurosif	European SRI Study 2008
2008	Koivuporras, Titta-Liisa	Ihmiset ja pankki samaa maata? Yhteiskuntavastuun to-teutuminen pankkisektorilla
2010	Eurosif	European SRI Study 2010
2010	Kivivirta, Veera	Corporate Social Responsibility in Management Cont-rol Systems – Case Financial Services Industry in Fin-land
2010	Kuvaja, Sari	Hyvä raha
2011	Hiltunen, Marianne	Socially Responsible Investing in Finnish Financial Markets
2011	Kuisma, Mika ja Temmes, Armi	Yritysvastuu sijoittajien, omistajien ja rahoittajien pää-töksissä
2011	Rankila, Oskari	The Role of Responsible Investing in Reputation Ma-nagement – A Case Study of an Asset Management Company
2012	Hämeenniemi, Mikko	Strategisen vastuullisuuden viestiminen vuosikertomuk-sessa – Case Metso Oy
2012	Eurosif	European SRI Study 2012
2012	Hyrskke, Anna; Lönnroth, Magda-lena; Savilaakso, Antti ja Sievänen, Riikka	Vastuullinen sijoittaminen
2013	Scholtens, Bert ja Sievänen, Riikka	Drivers of Socially Responsible Investing: A Case Stu-dy of Four Nordic Countries

Taulukko 1. Aineiston esittely.

Kantoluodon (1999) pro gradu -tutkielma *Eettinen ja ympäristöeettinen sijoittaminen: tilanne ja tulevaisuuden mahdollisuudet* oli aineiston ensimmäinen julkaistu työ. Työssä pyrittiin kuvaamaan eettistä ja ympäristöeettistä sijoittamista maailmalla sekä Suomes-sa. Työn empiriaosassa kysyttiin asiantuntijoita miten Suomessa suhtauduttiin vastuulli-seen sijoittamiseen ja mitkä olivat sijoitustyylin tulevaisuudennäkymät. Haastateltavilla oli toisistaan selvästi eriävät mielipiteet, joten niiden perusteella oli vaikea vetää johto-päätöksiä. Esiin nousseita haasteita olivat esimerkiksi tiedonsaannin vaikeus sekä suo-malaisten pörssiyritysten vähäinen määrä.

Virtasen (1999) tutkielmassa *Eettiset sijoitusrahastot ja niiden tuottavuuden arvioiminen* pyrittiin arvioimaan eettisten rahastojen menestymismahdollisuuksia teoreettisella tasolla. Virtanen tuli teoreettisen tarkastelun pohjalta siihen tulokseen, että eettinen sijoitusrahasto ei voi tuottaa yhtä hyvää tulosta verrattuna tavalliseen sijoitusrahastoon. Työssä myös pyrittiin etsimään mittareita, joilla eettisten sijoitusrahastojen tuottavuutta pystytään tarkastelemaan parhaiten. Esimerkiksi Sharpen mittari soveltui Virtasen mukaan hyvin eettisen salkun menestyksen arvioimiseen.

Saviojan (1999) tutkielman *Eettisen sijoittamisen kriteerit ja niiden soveltaminen suomalaisiin pörssiyrityksiin* tavoitteena oli määritellä muutamia eettisen sijoittamisen kriteerejä ja arvioida mihin Helsingin pörssin päälistan yrityksiin kriteerien perusteella voisi sijoittaa. Yritysten eettisyyttä arvioitiin vuosikertomuksista saatavan tiedon avulla. Tutkielmaa varten valitut negatiiviset seulontakriteerit olivat alkoholi, aseet, eläinko-keet, turkistarhaus, porno, tupakka, uhkapeli ja ydinvoima. Tutkielmaa varten valitut positiiviset kriteerit olivat elintarviketuotanto, hyväntekeväisyys, koulutus, terveys ja turvallisuus. Tarkastelun ulkopuolelle jätettiin vastuunäkökulmasta olennaiset ympäristöystävällisyys ja henkilöstösuhteet, sillä vuosikertomuksia ei pidetty luotettavina lähteinä niiden selvittämiseksi. Kriteerien pohjalta muodostettiin indeksit, jotka kuvasivat yritysten eettisyyttä sijoituskohteina. Negatiivisista kriteereistä alkoholi täytti useimpien yritysten kohdalla, peräti 25 prosentilla oli kytköksiä alkoholiteollisuuteen. Positiivisten kriteerien mukaista toimintaa oli 60 prosentilla pörssin päälistan 80:stä yrityksistä. Suurimmat positiiviset indeksilukemat saivat samat yritykset, jotka saivat myös korkeat negatiiviset yritykset. Näitä yrityksiä olivat muun muassa Pohjola ja Sampo.

Tenngrenin (1999) tutkielman *Socially responsible investing and exploitability of human resource information* tavoitteena oli tutkia eettisen sijoittamisen mahdollisuuksia yhdistettynä tulevaisuuden megatrendeihin, kuten ikärakenteen muutoksista johtuvaan työvoimapulaan. Tutkielma oli puhtaasti teoreettinen, eikä siihen sisältynyt empiiristä aineistoa. Tenngren esitteli monia ennustuksia ja päätteli niiden perusteella ammattitaitoisen työvoiman vähentyvän pulaksi asti. Tutkielmassa henkilöstöasiansa hyvin hoitavat yritykset nähtiin hyvinä sijoituskohteina, sillä työntekijöistä huolehtivat yritykset

onnistuisivat houkuttelemaan tai pitämään työntekijät palkkalistoillaan. Tengrenin mukaan rahastot eivät kuitenkaan käyttäneet hyväkseen yritysten henkilöstöinformaatiota sijoituspäätöksiä tehdessään.

Raution ja Niemenpään (1999) pro gradu *Eettinen osakerahastosijoittaminen* on kvantitatiivinen rahastovertailu, jossa vertailtiin eettisten ja ei-eettisten rahastojen tuottoja. Yhdeksän rahastoparin aineisto kerättiin Isosta-Britanniasta ja parien menestystä tarkasteltiin vuosina 1993-1998. Rahastoparit valittiin mahdollisimman samankaltaisiksi kooltaan ja sijoitusalueeltaan. Tarkastelu tehtiin Sharpen, Treynorin, Jensenin sekä negatiivisten tuottojen keskihajontaa riskiyksikkönä käyttävillä mittareilla. Tutkielman tuloksena oli, että rahastojen tuotot eivät poikkeaa tilastollisesti merkitsevällä tasolla. Tutkielma oli samansuuntainen aiemman tutkimuksen kanssa.

Karhapään (2001) pro gradussa *Eettinen rahastosijoittaminen – kehitys, strategiat ja käytäntö* tutkittiin suomalaista eettistä rahastosijoittamista tekstiaineistojen sekä haastattelujen pohjalta. Tutkimusotteina olivat käsiteanalyysi, systemaattinen havainnointi sekä teemahaastattelut. Karhapään tutkielman empiria koostui 137 eettisen sijoitusrahaston sijoituspolitiikasta. Tutkielman otos koostui 75 yhdysvaltalaisesta, 36 brittiläisestä, 21 ruotsalaisesta, sekä kaikista viidestä suomalaista eettisestä rahastosta. Teemahaastatteluissa tarkasteltiin viittä institutionaalista sijoittajaa kesällä 2000. Tutkielman mukaan eettisten sijoitusrahastojen kysyntä ja tarjonta eivät kohtaa saumattomasti. Karhapää arvioi markkinoiden koon ja iän aiheuttavan kysynnän ja tarjonnan epätasapainoon. Eettisen sijoittamisen kasvumahdollisuuksien arveltiin löytyvän institutionaalisten sijoittajien suunnalta, kun taas yksityishenkilöt eivät ole kovin halukkaita sijoittamaan olemassa oleviin eettisiin rahastoihin.

Mika Kuisman (2001) selvitys *Ympäristönäkökohdat sijoitustoiminnassa* tehtiin ympäristöministeriön avustuksella. Kuisman teksti on aineiston ainoa selvitys vastuullisesta sijoittamisesta. Nimensä mukaisesti se käsittelee vastuuasioita ympäristönäkökulmasta, vaikka muutkin aspektit huomioidaan. Selvityksessä esitellään ympäristöeettisen taustoja kattavasti. Kuisman selvitys toimi perustana ja lähteenä monille myöhemmille tutkimuksille. Muun muassa tämän tutkielman aineistoon valikoituneista Jokinen (2007),

Wahlström (2007), Hiltunen (2011) ja Rinnekangas (2004) käyttivät Kuisman selvitystä lähteenään.

Erilaisten sijoittamisen vastuuasioden esittelyn lisäksi Kuisma vertaili Helsingin pörssin toimialojensa parhaimmistoon kuuluneiden yhtiöiden osakkeita. Yritykset olivat Finnlines, Fortum, Kemira, Kesko, Lassila & Tikanoja, Metso, Nokia, Nokian Renkaat, Nordea, Outokumpu, Partek, Raisio, Rautaruukki, Sampo, Sanoma-WSOY, Silja ja Stora Enso. Vertailussa käytettiin yhtiöiden osakekurssin muutosta kuukauden ja vuoden tähtäimellä kesäkuun alussa 2001 sekä P/E-lukua, P/B-lukua ja liiketulosprosenttia vuoden 2000 toiminnasta. Lisäksi oli käytetty Balance Consultingin luokitusta yritysten kannattavuudesta, vakavaraisuudesta ja maksuvalmiudesta. Monet suhteellisesti eniten arvoaan vuositasolla kasvattaneista yhtiöistä olivat 2000-luvun alussa toimialojensa ympäristöystävällisimpiä yhtiöitä.

Vuonna 2003 julkaistiin Takalan ja Kääriäisen artikkeli *Ethical investment policy of the Evangelical Lutheran Church of Finland*, joka on aineiston ensimmäinen tieteellinen artikkeli. Se esittelee teorian kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeistuksen takana sekä kirkon vastuullisen sijoittamisen ideologian ja ohjeet. Artikkelin raportoi löydöksiä, jotka Kirkkoneuvoston perustama työryhmä teki valmistellessaan eettistä viitekehystä. Artikkelissa arvioidaan erilaisten investointi-ideologioiden sopivuutta luterilaisen etiikan näkökulmasta. Lisäksi esitellään kirkon vastuullisen sijoittamisen ohjeiden sarja.

Ylikosken (2003) pro gradu -tutkielmassa *Eettiset sijoitusstrategiat – Toimintamalli eettisissä sijoitusrahastoissa* tutkittiin rahastojen omistusstrategiaa ja pyrittiin luomaan eettisen sijoitusrahaston toimintamalli. Tutkimusaineistona oli rahastonhoitajilta saatu materiaali, joka kerättiin sähköpostikyselyiden ja puhelinhaastatteluiden avulla. Vastaukset täydensivät rahastoesitteiden ja verkkosivujen antamaa kuvaa sijoitusstrategioista. Toimintamalli testattiin kahdessa eettisessä sijoitusrahastossa. Mallin dimensiot auttavat sijoittajaa kiinnittämään huomiota omia tarpeita vastaaviin seikkoihin rahaston valinnassa.

Vuonna 2004 julkaistiin Matti Rinnekankaan artikkeli *Ympäristöeettiset pörssiyhtiöt – maailmanpelastajiako?* Artikkelin pohjautuu Kuisman (2001) työlle ja siinä analysoidaan samoja ympäristötyön näkökulmasta parhaaksi arvioitua yhtiötä. Tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella ympäristöjohtamisen tyylejä ja selvittää mitä strategisia vahvuuksia nämä erilaiset lähestymistavat tarjoavat ympäristöjohtamiseen ja -työhön. Analyysin tuloksena muodostui neljä toisistaan poikkeavaa yritysryhmää. Ensimmäisen ryhmän yrityksillä oli pitkä ympäristötyön tausta. Yritykset olivat perusteellisuuden yrityksiä ja niillä oli suuri negatiivinen vaikutus ympäristöön. Toisen analysoitavan ryhmän muodostivat yritykset, joiden toimialan jättämä ympäristöjalanjälki on merkittävä ja joiden ympäristöeettinen toiminta on sidosryhmälähtöistä. Yrityksiä kannustavat vahvat kaupalliset motiivit, mutta ne eivät kuitenkaan tunne olevansa vastuussa ympäristön hyvinvoinnista omaa toimintaansa laajemmissa puitteissa. Kolmas ryhmä kuuluu laajasti määriteltynä palvelutoimialan piiriin ja niiden toiminta tuottaa vähäisiä ympäristövaikutuksia. Neljännen ryhmän yritykset tulevat toimialoilta, joilla on pieni ympäristöjalanjälki, ja yritykset ovat laajasti mukana ympäristöeettisessä toiminnassa.

Tuokkolan (2004) pro gradu -tutkielman *Performance of ethical funds in the Finnish market* tavoitteena oli verrata kymmentä eettistä ja kymmentä ei-eettistä rahastoa toisiinsa ja näin selvittää kuinka hyvin eettiset sijoitusrahastot menestystä suomalaisilla markkinoilla. Tutkielma on aineiston ensimmäinen rahastovertailu, jossa käytettiin dataa Suomesta. Otokseen valittujen rahastojen menestystä tutkittiin aikavälillä 2000-2003. Vertailun rahastoparit muodostettiin samankaltaisista rahastoista. Kaikki rahastot oli listattu Suomessa, mutta muita alkuperäimäisiä olivat Suomen lisäksi Ruotsi ja Luxemburg. Vertailuindekseinä käytettiin Hex Portfolio -indeksiä ja Suomen valtion joukkovelkakirjojen tuottoa. Tutkielmassa käsitellyt eettiset rahastot ovat Conventum Vision, Gyllenberg Forum, JPMF Global Socially Responsible Fund, SEB Lux Equity Fund - Ethical Europe, SEB Lux Equity Fund - Ethical Global ja Svenska Kyrkans Värdepappersfond, OP - Kestävä Kehitys, Sampo Kestävä Arvo, Robur Miljöfunden ja SEB Östersjöfund/WWF. Tuloksena oli, että eettiset rahastot eivät poikkeaa tilastollisesti ei-eettisistä rahastoista.

Hellstenin (2005) pro gradun *The demographic profile of Finnish socially responsible*

mutual fund investors tavoitteena oli selvittää, ketkä sijoittavat eettisiin sijoitusrahastoihin, ja kuinka he eroavat muista sijoittajista. Tutkielman data kerättiin Sammon kahden eettisen ja kolmen ei-eettisen rahaston omistajien tiedoista syksyllä 2004. Datasta saa selville sijoittajien syntymävuoden, sukupuolen, sijoitetun summan, postinumeron sekä asuinpaikan. Rahastojen omistajien demografinen vertailu toteutettiin tilastollisia menetelmiä käyttäen. Tutkielman tulos oli samansuuntainen aikaisempien tutkimusten kanssa siinä, että eettisiin rahastoihin sijoittajat vaikuttavat olevan nuorempia ja kaupunkilais-tuneempia kuin perinteiset sijoittajat.

Sorsan (2006) tutkielmassa *Työeläkevakuutusyhtiön yhteiskuntavastuullinen osakesijoittaminen – institutionalistinen näkökulma työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan legitimitettiin* tarkasteltiin työeläkevakuutusyhtiöiden harjoittamaa osakesijoittamisen normatiivista legitimitettä yhteiskuntavastuun käsitteen kautta. Tutkielman aineisto koostui työeläkeyhtiölle lähetettyjen kyselylomakkeiden vastauksista ja yhtiöiden julkisista yhteiskuntavastuuta käsittelevistä asiakirjoista. Yhtiöiden yhteiskuntavastuulinjauksia ja yhteiskuntavastuullisia sijoituskäytäntöjä tutkittiin empiirisesti. Lisäksi testattiin teoria-sovellutuksia vertaamalla niitä empiirisiin tutkimustuloksiin. Tutkielman johtopäätös on se, että toiminnallinen institutionaalinen viitekehys ehdollistaa organisaation toiminnan yhteiskuntavastuuta.

Heinäsen (2006) pro gradun *Eettisyyden hinta rahastosijoittamisessa* tavoitteena oli selvittää, joutuvatko rahastosijoittajat maksamaan eettisyydestä heikompien tuottojen muodossa. Tutkielmassa vertailtiin suomalaisia ja kansainvälisiä eettisiä ja ei-eettisiä rahastoja keskenään. Suomesta saatavilla olevista eettisistä rahastoista vertailussa olivat mukana SEB Lux Fund - Ethical Global, Tapiola Hyvinvointi sekä OP-Kestävä Kehitys. Vertailun tulokseksi tuli, että ei-eettiset rahastot menestyvät eettisiä paremmin. Tulokseen saattoi vaikuttaa se seikka, että ei-eettisiä rahastoja oli vain kaksi ja ne olivat suosittuja. Vertailuun saattoi vaikuttaa myös se, että eettiset rahastot hallinnoivat huomattavasti pienempiä varoja kuin ei-eettiset. Pienimmän eettisen rahaston ja suurimman ei-eettisen varojen määrän ero oli viisisataakertainen.

Kankaanpään (2006) pro gradu -tutkielman *Sijoittamisen moraalimalli* päätavoitteena

oli rakentaa sijoittamisen moraalimalli, jota voidaan käyttää ajattelun apuvälineenä, kun pohditan sijoittamisen moraalialia. Tutkielma oli poikkitieteellinen ja siinä käytettiin käsitteanalyysiä. Tutkielman tuloksena syntyi uusi käsite, postmoderni mahdollisuus, joka johdettiin sosiologiasta taloustieteisiin, ja joka näin laajensi taloustieteen rajoja. Tutkielman mukaan eettinen sijoittaminen on totuttu näkemään taloustieteessä varsin kapeasta näkökulmasta, jossa moraalial alistetaan taloudelle. Ihmisen toiminnan taustalla vaikuttaa aina moraalial, siksi taloustieteellä on moraalifilosofinen ulottuvuus. Näin myös sijoittaminen on moraalialn alaista toimintaa, halusi sijoittaja sitä tai ei. Tutkielmassa määriteltiin eettinen sijoittaminen uudella tavalla sijoittamiseksi, jossa talous ja moraalial tietoisesti yhdistetään niin, että talous alistetaan moraaliallle.

Kupi (2006) pyrki pro gradu -tutkielmassaan *"Ei niihin hirveästi tarvitse kiinnittää huomiota, ne tulee siellä sivussa"* Ympäristö- ja yhteiskuntavastuu sijoitustoiminnassa vastaamaan kysymykseen, miten ympäristö- ja yhteiskuntavastuu huomioidaan sijoitustoiminnassa. Tutkimuksen empiirinen aineisto koostui sijoitusalan ammattilaisten haastatteluista ja sijoitusorganisaatioiden julkaisemista sijoitustoiminnan periaatteista. Kupin aineiston perusteella tärkeimmiksi vaikutti muodostuvan poissulkevat strategiat, kuten ase-, tupakka- ja alkoholiteollisuuden välttäminen. Vastuuasioista puhuminen oli Kupin tulkinnan mukaan vaikeaa haastatelluille. Tämä näkyi haastatteluista kieltäytyneiden määrässä kuin myös siinä, että moni halusi esiintyä nimettömänä. Esitetyt kommentit olivat usein varovaisia. Laki ei säätele yhteiskuntavastuun huomioimista sijoitustoiminnassa, minkä vuoksi vastuullinen sijoittaminen on kiinni sijoittajan kyvyistä, tahdosta ja organisaation sisäisistä ohjeista.

Wahlströmin (2007) tutkielman *GRI-ohjeiston mukainen yhteiskuntavastuuraportti sosiaalisesti vastuullisen sijoittajan päätöksenteon tukena* tavoitteena oli selvittää Global Reporting Initiativen (GRI) mukaisen yhteiskuntavastuuraportin käytettävyyttä sosiaalisesti vastuullisen sijoittajan päätöksenteon tukena. GRI on kansainvälinen aloite luoda yleisesti hyväksytty raportointimalli yhteiskuntavastuun raportoinnille. Tutkielman empiirinen osa toteutettiin analysoimalla Keskon, M-realn ja Ruukin GRI-ohjeiston mukaisia yhteiskuntavastuuraportteja sisällönanalyysin keinoin. Sijoittajan päätöksenteon tueksi näiden yritysten raporteissa esitettiin tietoa lahjonnasta, ympäristöriskeistä, nais-

ten lukumääristä hallituksissa, sidosryhmistä, koulutuksesta ja kehittämisestä, terveydestä ja turvallisuudesta, ympäristöjärjestelmistä, päästöistä, jätteistä, kierrätyksestä sekä veden kulutuksesta.

Jokisen (2007) pro gradussa *Yhteiskuntavastuuasioiden tilinpäätösraportoinnin sekä vastuullisen sijoitustoiminnan merkitys liiketoiminnalle – Case Rautaruukki Oyj* tutkittiin lakisääteisten yhteiskuntavastuuraportointisäädösten vaikutusta raportointikäytäntöihin. Lisäksi selvitettiin, mitä toimenpiteitä muutokset säädöksissä edellyttivät kohdeorganisaatiolta tilinpäätöksen yhteydessä. Työn kohdeorganisaationa oli suomalainen teräsyhtiö Rautaruukki Oyj. Tutkielmassa tarkasteltiin Suomen kirjanpitolautakunnan (KILA) vuonna 2006 julkaisemien yhteiskuntavastuuasioiden tilinpäätösraportoinnin ohjeistoja, ja tavoitteena oli luoda kohdeyrityksen tarpeisiin näiden ohjeiden mukainen toiminta- ja raportointiohjeistus. Tutkielmassa verrattiin ja analysoitiin myös kestävän kehityksen indeksien liittymiskriteerejä kohdeyrityksen käytäntöihin.

Mäkisen (2008) tutkielmassa *Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskohteena – Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen* tarkasteltiin suomalaisten työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa hedgerahastojen vastuullisen sijoitustoiminnan näkökulmasta. Tutkielman empiria koostuu kuuden työeläkeyhtiön edustajille tehdyistä tutkimushaastatteluista. Mäkisen mukaan on havaittavissa, että suuremmilla eläkeyhtiöillä resurssit vastuullisen toiminnan toteuttamiseen ovat paremmat kuin pienemmillä eläkeyhtiöillä. Tutkielmasta kävi ilmi, että hedgerahastojen luonteesta johtuen vastuullista sijoittamista tulisi arvioida tuottavuuden ja turvaavuuden näkökulmasta. Työeläkeyhtiöiden hedgerahastosijoittamisen vastuullisuutta on hyvin vaikea valvoa. Lakisääteisten eläkemaksujen maksajien pitäisi Mäkisen mukaan olla oikeutettuja tietämään, mihin eläkevaroja sijoitetaan.

Vuodesta 2008 lähtien Suomi on ollut mukana Eurosifin raporteissa. Raportit julkaistaan kahden vuoden välein. Ensimmäisen aineistossa mukana olleen raportin *European SRI Study 2008* mukaan vastuullinen sijoittaminen on saanut Suomessa hitaan alun, tosin viitteitä sijoitustyylin kasvusta on havaittavissa. Suomen institutionaaliset sijoittavat eivät ole olleet aktiivisia vastuullisen sijoittamisen omaksujia. Tutkimus toteutettiin ky-

selytutkimuksena.

Koivuportaan (2008) väitöskirjassa *Ihmiset ja pankki samaa maata? Yhteiskuntavastuun toteutuminen pankkisektorilla* tavoitteena oli selvittää, miten yhteiskuntavastuuta kannetaan ja voitaisiin kantaa suomalaisissa pankeissa. Puolistrukturoitujen kyselyiden avulla hankittiin tietoa pankkien asiakkailta ja henkilökunnalta vuosina 2004 ja 2005. Toimitusjohtajien sekä asiantuntijoiden mielipiteitä ja asenteita selvitettiin teemahaastatteluilta. Koivuportaan mukaan suomalaiset pankit toteuttavat vastuutaan pääosin hankkiakseen toiminnalleen oikeutuksen. Kolmesta vastuullisuuden osa-alueesta taloudellinen ja sosiaalinen vastuu korostuivat, kun taas ympäristövastuu ei saanut suurta painoarvoa minkään sidosryhmän osalta. Taloudellinen vastuun ilmentymiä pankeissa ovat perinteiset taloudelliset ulottuvuudet kuten kannattavuus ja yhteiskunnan hyväksi maksettavat verot.

Eurosifin *European SRI Study 2010* -raportin mukaan Suomen vastuullinen sijoittaminen oli edelleen muita Pohjoismaita jäljessä. Suomi oli viimeinen Pohjoismaa, jonne maakohtainen vastuullista sijoittamista edistävä foorumi perustettiin. Finsif aloitti toimintansa Suomeen kesällä 2010. Euorsifin mukaan lainsäätäjät, kansalaisjärjestöt, media tai sijoittajat eivät ole asettaneet paineita vastuullisen sijoittamisen edistämiseksi. Finsifin perustamisen arveltiin lisäävän kiinnostusta vastuullista sijoittamista kohtaan.

Kivivirran (2010) tutkielman *Corporate Social Responsibility in Management Control Systems – Case Financial Services Industry in Finland* tavoitteena oli tutkia, miten yhteiskuntavastuu määritellään ja onko yhteiskuntavastuu rakennettu osaksi ohjausjärjestelmiä finanssitoimialalla Suomessa. Tutkielma toteutettiin teemahaastatteluin viidessä finanssitoimialan yrityksessä Nordeassa, Ilmarissa, OP-Pohjolassa, Lähivakuutuksessa ja Tapiolassa. Tutkimukseen haastateltiin yhteensä seitsemää henkilöä. Kivivirran mukaan ohjausjärjestelmissä oli joitakin yhteiskuntavastuun piirteitä, mutta systemaattinen ote puuttui. Yleisesti yhteiskuntavastuun nähtiin olevan rakentunut osaksi liiketoimintaa. Esimerkiksi taloudellinen ja sosiaalinen vastuu oli osana järjestelmää, ilman että ne olisi nimetty yhteiskuntavastuuksi. Tutkielmassa kävi myös ilmi, että vakuutusala ja pankkiala poikkeavat toisistaan yhteiskuntavastuuasioissa.

Sari Kuvaja on vastuullisen yritystoiminnan ja viestinnän asiantuntija. Kuvajan (2010) kirjassa *Hyvä raha* käsitellään sitä, miten maailmaa muutetaan ja voitaisiin muuttaa rahalla avulla. Teosta varten on haastateltu useita suomalaisia asiantuntijoita, joilla on yhteys aihepiiriin. Hyväntekeväisyyden lisäksi kirjassa tarkastellaan eettisen sijoittamisen roolia kestävän kehityksen edistämiseksi. Kuvajan mukaan eettisen sijoittamisen hidasta rantautumista Suomeen selittää rahastosijoittamisen nuori perinne ja yhteiskuntavastuukeskustelun myöhäinen kehittyminen. Arvoihin pohjautuvalla kaupankäynnillä on satojen vuosien historia, mutta nykymuotoinen sijoittaminen yleistyi Suomessa vasta 2000-luvulla. Kuvajan mukaan 1990-luvulla ajateltiin yrityksen tuloksen kärsivän lain vaatimusten ylittävstä vastuullisuudesta. Sittemmin ajatusmaailma on muuttunut ja vastuullisuudesta on tullut eräs kilpailuvaltti.

Hiltunen (2011) tutki pro gradu -tutkielmassaan *Socially Responsible Investing in Finnish Financial Markets* vastuullisen sijoittamisen taustalta löytyviä motiiveja ja strategioita sekä etsii vastuullisen sijoittamisen ja riskienhallinnan väliltä yhteyttä. Tutkielma toteutettiin haastattelemalla seitsemää suomalaista varainhoitajaa, jotka työskentelivät erilaisissa organisaatioissa. Tutkielman mukaan vastuullinen sijoittaminen on yleistynyt Suomessa ja muuttunut valtavirtaisemmaksi. Tutkielmassa haastatellut mainitsivat tahdonsa seurata kilpailijoiden esimerkkiä vastuullisen sijoittamisen omaksumisessa. Hiltunen kuvailee Suomen vastuullisen sijoittamisen kentän tapahtumaketjua lumipalloefektiksi. Hiltusen mukaan vastuullinen sijoittaminen on osa varainhoitoyhtiöiden riskinhallintaa, mutta vaikutukset tulokseen olivat ristiriitaisia. Luotettavia tuloksia on ollut vaikea saavuttaa, mutta yleinen mielipide on, että vastuullisella sijoittamisella on enemmän positiivisia kuin negatiivisia vaikutuksia riskienhallintaan.

Kuisman ja Temmeksen (2011) artikkeli *Yritysvastuu sijoittajien, omistajien ja rahoittajien päätöksissä* julkaistiin vastuullista liiketoimintaa käsittelevässä kokoelmateoksessa *Vastuullinen liiketoiminta kansainvälisessä maailmassa*. Artikkelitarkastelee sijoittajien, omistajien ja rahoittajien vastuuasioita monesta näkökulmasta. Vastuullisen sijoittamisen lisäksi huomiota saa sijoittajiin kohdistuvat odotukset vastuuasioiden edistämisestä omistajuuden tuoman vaikutusvallan turvin. Kuisma ja Temmes arvioivat 2010-

luvun olevan finanssivetoista aikaa, jolloin sijoittajan vastuu korostuu. Vastuullisen sijoittamisen peruskysymys on, ovatko sijoittajan edut samansuuntaiset vai ristiriitaiset muiden sidosryhmien etujen kanssa.

Rankilan (2011) tutkielman *The Role of Responsible Investing in Reputation Management – A Case Study of an Asset Management Company* tavoitteena oli selvittää vastuullisen sijoittamisen merkitystä kohdeyrityksen maineenhallinnassa. Tutkielma on yhden tapausyksikön tapaustutkimus, jossa empiirinen aineisto koostui 18 puolistrukturoidusta haastattelusta. Kohdeyritys on varainhallintayhtiö, jonka institutionaalisten asiakkaiden näkökulmia tutkielmassa tarkasteltiin. Tutkielman tuloksissa ilmeni, että monilla institutionaalisilla asiakkailla oli vaikeuksia määrittää vastuullista sijoittamista. Kohdeyrityksen toivottiin kommunikoivan eksplisiittisemmin vastuullisesta sijoittamisesta.

Hämeenniemen (2012) pro gradu -tutkielmassa *Strategisen vastuullisuuden viestiminen vuosikertomuksessa – Case Metso Oy* tarkastellaan vastuullisuuden diskurssia ja retorisia keinoja, joita käytetään vuosikertomukseen integroidussa vastuullisuusraportissa. Empiirinen aineisto on kerätty kohdeyrityksen vuosikertomuksesta vuodelta 2010. Vuosikertomusta analysoitiin useilla eri tavoilla ja tuloksia vertailtiin aiemmasta tutkimuksesta poimittuihin integroidun vuosikertomuksen parhaisiin käytäntöihin, strategisen vastuullisuuden arviointityökaluihin ja Metson vuosikertomukselleen asettamiin tavoitteisiin. Tutkielman tuloksena on, että vastuullisuus näkyy vuosikertomuksessa vahvasti, mutta myös puutteita löytyi. Vastuullisuus näyttäytyy osana yhtiön strategiaa, mutta ei kuitenkaan ole täysin olennainen osa sitä.

Eurosifin *European SRI Study 2012* -raportin mukaan eurooppalainen varainhallinta on hyvin kansainvälistä toimintaa, mikä vaikeuttaa kunkin maan tarkastelua yksittäin. Eurosif kuitenkin määrittää markkinat sen mukaan missä maassa vastuullisesti sijoitettuja varoja hallinnoidaan. Tutkimus kattaa 14 erillistä markkina-aluetta ja siihen kuuluvat maat ovat Itävalta, Belgia, Tanska, Suomi, Ranska, Saksa, Italia, Alankomaat, Norja, Puola, Espanja, Ruotsi, Sveitsi ja Iso-Britannia. Tarkasteltujen maiden yhteenlasketut vastuulliset sijoitukset olivat noin 6760 miljardia euroa.

Hyrskkeen, Lönnrothin, Savilaakson ja Sieväsen (2012) kirja *Vastuullinen sijoittaminen* on seuraava kattava teos vastuullisesta sijoittamisesta. Kirjassa esitellään vastuullista sijoittamista yleensä sekä tutkitaan eläkesijoittajien sijoittamisen vastuullisuutta. Tutkimus oli toteutettu useassa osassa. Tutkimusaineisto kerättiin online-kyselytutkimuksena Pohjoismaiden eläkesijoittajien sijoitusjohtajilta sekä haastatteleamalla kymmentä työeläkevakuutusyhtiöiden edustajaa Suomesta ja Belgiasta. Kyselyn vastauksien perusteella kirjoittajat loivat Pohjoismaisten eläkesijoittajien vastuullisen sijoittamisen profiilit. Positiivinen asenne ja valmius sitoutua vastuulliseen sijoittamiseen kuvasivat kaikkia profiileja. Tutkielmaosuuden mukaan Suomessa on suuri määrä eläkesijoittajia, joilla ei ole vastuullisen sijoittamisen suunnitelmaa. Lisäksi tutkimusosuudessa selvitetään, missä omaisuuslajeissa eläkesijoittajat tekevät vastuullista sijoittamista. Suomessa vastuullinen pääomasijoittaminen on muita Pohjoismaita vähäisempää, kun taas kiinteistösijoittaminen on yleisempää.

Scholtensin ja Sieväsen artikkelin on julkaistu vertaisarvioidussa Journal of Business Ethics -aikakausilehdessä vuonna 2013 ja internetissä jo vuonna 2012. Scholtens ja Sieväsen loivat mallin, joka yhdistää kulttuurin, instituutiot, talouden ja rahoituksen. Artikkelin vie keskustelua vastuullisen sijoittamisen ajureista eteenpäin. Kirjoittajien mukaan on ilmeistä, että Suomi on kehittynyt muita Pohjoismaita myöhemmin vastuullisessa sijoittamisessa. Suomen vastuullisesti sijoitetut varat ovat myös vähäisemmät kuin muiden Pohjoismaiden.

2.4 Vastuullisen sijoittamisen tutkimus Suomessa

Vastuullisen sijoittamisen tutkimus alkoi Suomessa aivan 1990-luvun lopulla. Tämän aineiston puitteissa merkittäväksi muodostui vuosi 1999, jolloin viisi pro gradua julkaistiin Helsingin ja Tampereen yliopistoissa. Ensimmäisten pro gradujen tekijät olivat Virpi Kantoluoto, Eija Rautio ja Markus Niemenpää yhdessä, Sari Savioja, Sami Tenngren sekä Janne Virtanen. Vastuullisen tai eettisen sijoittamisen tutkimus vaikuttaa seuranneen käytännön elämän kehityskulkua. Vastuullista sijoittamista alettiin tutkia vasta en-

simmäisen ruotsalaisen rahaston ilmestyttyä Suomen markkinoille. Vaikuttaisi siltä, että eettisten rahastojen tulo oli merkittävä käännekohta sijoitustyylin leviämislle ja sen tutkimukselle Suomessa.

Kahdeksan tekstiä käsitteli rahastoja tai rahastoihin liittyviä ilmiöitä tarkemmin. Suomalaisia eettisiä ja vastuullisia rahastoja käsiteltiin ja esiteltiin aineiston varhaisimmissa teksteissä, vaikka työn pääpaino ei olisi ollut rahastoissa. Esittely tapahtui esimerkiksi siten, että rahastot mainittiin nimeltä ja rahaston sijoituspolitiikka kerrottiin joko lyhyesti tai yksityiskohtaisesti. Vastaava esittelyä ei enää tehty loppupuolen teksteissä, eikä suomalaisia rahastoja käsitelty vuoden 2008 jälkeen. Tämä tarkoittanee sitä, että rahastot nähtiin tärkeänä osana arvopohjaisesta sijoittamisesta vastuullisen sijoittamisen tutkimuksen alkupuolella.

Rahastovertailut olivat tutkimustyyppiltään eräs suosituimmista lähestymistavoista. Rahastovertailuja oli tehty vuosien 1999–2006 välillä, mutta ei enää myöhemmin. Rahastovertailun tulokset olivat jokseenkin ristiriitaiset, eikä tutkielmissa annettujen tietojen valossa voi luotettavasti sanoa, ovatko suomalaiset eettiset rahastot menestyneet paremmin vai huonommin verrattuna perinteisiin rahastoihin. Yksikään rahastovertailuja toteuttanut tieteellinen artikkeli ei jäänyt sanahakuun, vaan kaikki rahastovertailut olivat pro gradu -tutkielmia.

Tutkimuksessa oli havaittavissa vuoden 2006 tienoilla herännyt kiinnostus työeläkevakuuttajien vastuullista sijoittamista kohtaan. Työeläkevakuuttajia ei tätä ennen tarkasteltu omana ryhmänä vaan muiden institutionaalisten sijoittajien joukossa. Työeläkeyhtiöiden tutkimus oli siitä mielenkiintoinen, että aihe oli aineiston ainoa, jota oli lähestytty muusta kuin liiketaloustieteellisestä näkökulmasta. Sorsan (2006) tutkielma toi työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan keskusteluun yhteiskuntatieteellisen näkökulman.

Tutkimusaineiston 31 tekstistä suomenkielisiä tekstejä oli 20 kappaletta ja englanninkielisiä 11. Kvalitatiivinen tutkimusote oli ylivoimaisesti kvantitatiivista suositumpi. Aineistoryhmistä pro gradu -tutkielmia oli eniten, kaikkiaan 21 kappaletta. Lähes kaikki

pro gradut oli tehty kauppatieteiden linjalla. Seuraavaksi suosituin aineistotyyppi oli artikkelit, joita oli neljä kappaletta. Raportteja oli aineistossa kolme, kirjoja kaksi, väitöskirjoja sekä selvityksiä yksi kumpaakin. Aineistossa suosittuja tutkimusmenetelmiä olivat asiantuntijahaastattelut, tapaustutkimukset sekä puhtaasti teoreettiset tutkimukset.

Aineiston suomenkielisissä teksteissä puhuttiin vuosien 1999 ja 2006 välillä *eettisestä sijoittamisesta*. Saman ajanjakson englanninkielisissä teksteissä käytettiin termejä *ethical investment* sekä *socially responsible investment*. Vuosina 2006–2008 puhuttiin yhteiskuntavastuuasioiden huomioimisesta sijoitustoiminnassa. Suomenkielinen termi *vastuullinen sijoittaminen* ilmestyi aineiston suomenkielisiin teksteihin vasta vuonna 2008. Tutkimuksessa käytetyissä termeissä oli niin ikään havaittavissa muutoksia aineiston alkupään ja loppupään välillä. Alussa puhuttiin eettisestä sijoittamisesta, eettisistä rahastoista sekä sijoitustoiminnan etiikasta. Termi vastuullinen sijoittaminen yleistyi myöhemmin ja sitä käytettiin pääasiassa aineiston loppupuolella. Vaikuttaisi myös siltä, että vastuullinen sijoittaminen korvasi eettisen sijoittamisen yleisterminä.

Tutkimusten lähdeaineistosta nostettuja tunnuslukuja vertailtaessa nousi havainto, että käytettävissä olevat tilastot ovat epätarkkoja ja ristiriitaisia. Vastuullisen sijoittamisen tilastot antoivat eri tahojen tuottamina erilaisia arvoja vastuullisen sijoittamisen tunnusluvuista. Tämä aiheuttanee jonkinlaista sekaannusta vastuullisen sijoittamisen tutkimukselle. Tilastojen heikkous haittasi vastuullisen sijoittamisen yleistymisen havainnointia, sillä heitot tiedoissa olivat merkittäviä.

Aineistossa oli ristiriitaisuuksia myös rahastojen nimien suhteen. Ruotsin ensimmäinen rahasto oli nimetty usealla eri tavalla. Ensimmäinen Suomeen Ruotsista tuotu eettinen rahasto oli kirjoitusasultaan kiistanalainen. Lisäksi vertaamalla aineiston tietoja nousi esille ristiriitaisuuksia ja mahdollisesti virheellisiä väittämiä. Esimerkiksi Ruotsin kirkon roolista vastuullisen sijoittamisen edistäjänä oli poikkeavaa tietoa Eurosifin (2010) raportissa ja Scholtensin ja Sieväsen (2013) artikkelissa.

3 SUOMALAISEN SJOITTAMISEN TAUSTATEKIJÄT AINEISTON MUKAAN

3.1 Suomalaisen rahoitusmarkkinoiden muutosten vaikutukset sijoittamiseen

Useassa työssä kerrottiin Suomen sijoittajakulttuurin kehittyneen varsin myöhään, sekä painotettiin sääntelyn vaikutusta tämän kehittymättömyyden taustalla. Sama havainto nousi esille työeläkevakuuttamisen taustalla. Valtion ohjauksen puute nähtiin syyksi eläkeyhtiöiden vähäiseen vastuullisen sijoittamisen omaksumiseen. Vastuullisen sijoittamisen hidasta kehitystä saattaa siis selittää valtion toimet tai ohjauksen puute. Tässä alaluvussa on pyritty avaamaan Suomen rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehitystä sekä sääntelyn vaikutusta rahoitusympäristöön. Seuraavassa alaluvussa on esitelty eläkevakuuttamiseen liittyvän ohjauksen ominaispiirteitä ja kehitystä. Aineiston mukaiset sijoituskenttään vaikuttavat taustatekijät esitellään ja myöhemmin ne pyritään yhdistämään vastuullisen sijoittamisen kehityskulkuun.

Vastuullisen sijoittamisen kehitykseen vaikuttanee se minkälainen toimintaympäristö sijoittajilla on. Teksteissä tarkasteltiin niin lainsäädännön kehittymistä, sääntelyn purkua, varallisuuden kehitystä kuin sijoitustoiminnan kentällä tapahtuvaa keskusteluakin. Yksikään teksti ei keskittynyt pelkästään selittämään rahoitusmarkkinoiden hitaan kehityksen ja vastuullisen sijoittamisen suhdetta. Kuitenkaan vastuullinen sijoittaminen ei ole voinut kehittyä, ellei sijoittaminen ylipäänsä ole ollut mahdollista.

Puttosen ja Kivisaaren (1997, 10) mukaan Suomen rahoitusmarkkinoita voidaan kuvaila kehittyneiksi, mutta niiden historia on kansainvälisesti lyhyt. Suomen talous oli suljettua ja keskuspankkijohtoista, kunnes vuonna 1987 alkoivat lyhyen aikavälin rahamarkkinat ja kaupankäynti osakejohdannaisilla. Heti samana vuonna perustettiin ensimmäiset tavalliset rahastot Suomeen. (Karhapää 2001, 59–60) Kuusman (2001, 5–6)

mukaan ympäristönäkökohdat tulivat mukaan luotto- ja sijoituspäätöksiin jo 1980-luvulla, jolloin luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt alkoivat arvioida saastuneita maa-alueita. Vakuutusyhtiöt huolestuivat 1980- ja 1990-luvuilla esiintyneistä sään ääri-ilmiöistä ja niiden myötä lisääntyneistä korvausvaatimuksista.

Yritysten omistuksen vapautuminen 1990-luvun alussa johti kansainvälistymisen kasvuun, joka puolestaan teki sijoittajista yhden merkittävimmistä sidosryhmistä. Muutokset johtivat siihen, että ammattimaiset finanssisijoittajat saivat merkittävän roolin yritysten omistajakunnissa. (Kuisma & Temmes 2011, 303–324) Pankit olivat olleet yritysten merkittäviä omistajia, mutta niiden asema jäi muiden finanssimarkkinoilla toimivien yhteisöjen varjoon 1990-luvun kehityksen jälkeen (Kuvaja 2010).

Kantoluodon (1999, 33–37) mukaan julkinen keskustelu sijoitustoiminnan etiikasta oli vilkasta lehdistössä 1990-luvulla. Eettiseen sijoittamiseen liittyviä artikkeleita julkaistiin muun muassa Kauppalehdessä, Taloussanomissa, Helsingin Sanomissa sekä Kirkko ja kaupunki -lehdessä. Kantoluodon mukaan julkisuudessa haastateltiin tutkielman kirjoitusaikana melko usein kirkonmiehiä talousetiikkaan liittyvissä kysymyksissä. Rautio ja Niemenpää (1999) kritisoivat varhaista keskustelua eettisestä sijoittamisesta pinta-puoliseksi ja tunteisiin, ei niinkään järkeen, vetoavaksi.

Kantoluodon (1999, 2) mukaan aikaisemmin eettistä sijoittamista ei ole voitu tutkia suomalaisesta näkökulmasta, koska yleisesti ei ole ollut eettisen sijoittamisen vaihtoehtoa. Tämä väite saa tukea siitä että, ennen vuotta 1999 ei ollut tutkimusta vastuullisesta tai eettisestä sijoittamisesta Suomessa. Tämän tutkielman aineistoon on sanahauilla etsitty aihepiiriin ensimmäiset työt, jotka ajoittuvat vuodelle 1999. Ei liene sattumaa, että ensimmäiset tutkielmat ilmestyivät pian ensimmäisen eettisen rahaston tuomisen jälkeen. (SEB:n Lux fund tuotiin Suomeen vuonna 1998. Ks. tarkemmin luku viisi.)

Karhapään (2001, 59–60) mukaan yksityishenkilöt eivät olleet kansainvälisesti verrattuna ahkeria rahastosäästäjiä 1990-luvulla, vaan suomalaisten säästäminen oli pääasiassa rahojen kerryttämistä tavallisille pankkitileille. Kuisma (2001, 13) arvioi suomalaisilla

yksityishenkilöillä olleen matalakorkoisilla pankkitileillä noin 25 miljardia euroa 1990-luvun lopussa. Kuisma arvioi, että alle sata suomalaista yksityishenkilöä oli sijoittanut eettisiin rahastoihin.

Suomen sijoitusympäristön kehitys poikkesi selvästi esimerkiksi Ruotsin kehityksestä. Suomessa rahastot olivat vielä 1990-luvulla huonosti tunnettuja, eikä niihin oltu sijoitettu paljon varoja (ks. esim. Hiltunen 2012; Tenngren 1999). Rahastosäästämisen suosion vähäisyyden arveltiin johtuvan verotuksen ja lainsäädännön epäsuotuisuudesta (Ks. esim. Tenngren 1999; Karhapää 2001). Fondbolagens Föreningenin (2000) mukaan Ruotsin yksityishenkilöiden sijoitustoiminta lähti jyrkkään nousuun vuonna 1978 muutuneen verolainsäädännön vuoksi (ks. Karhapää 2001, 53–58).

Hellstenin (2005, 35–36) mukaan Suomalaisten rahastojen suosion kasvu on ajoittunut Ruotsin lisäksi monia muita eurooppalaisia maita myöhemmäksi. 1990-luvun lopussa rahastoissa olevat varat olivat Suomessa hyvin pienet suhteutettuna bruttokansantuoteseen. Tämä suhdeluku oli Suomessa vain 8 %, Isossa-Britanniassa vajaa 30 % ja Ruotsissa yli 35 %. Myös Norja ja Tanska ylittivät Suomen rahastosijoitukset. Vuonna 2004 rahastojen ja bruttokansantuotteen suhdeluku Suomessa oli kuitenkin kasvanut lähemmäs eurooppalaista tasoa ja oli jo 20 %.

Hiltunen (2012, 55–56), Kupi (2006, 83) ja Hellsten (2005, 37) viittaavat Sijoitustutkimuksen raportteihin³. Sijoitustutkimuksen mukaan, vuonna 1994 Suomen rahastosijoittamisessa saavutettiin yhden miljardin euron raja. Vaikka seuraavana vuonna rahastojen kokonaisarvo laski oli rahastosijoittaminen pääsääntöisesti kasvussa 1990-luvun ajan. Vuonna 1999 rahastosijoittamisessa saavutettiin kymmenen miljardin euron raja. Vuosituhannen vaihteen jälkeen rahastosijoittaminen lähti Suomessa voimakkaaseen kasvuun ja rahastoissa olevien varojen määrä moninkertaistui. Vuoteen 2006 mennessä rahastovaraja oli jo hieman päälle 60 miljardia euroa. Sijoitustyylin kasvu oli nousussa aina 2008 talouskriisiin saakka. Aineiston mukainen korkein rahastosijoittamisen arvo oli 66

³ Kirjoittajat viittaavat Suomen Sijoitustutkimus Oy:n Rahastoraportteihin eri vuosilta. Suoria linkkejä ei ollut saatavilla. <www.sijoitustutkimus.fi/>

miljardia euroa vuonna 2007.

2000-luvulla osakemarkkinoiden kehitys oli suotuisaa, sekä pankkien myöntämien lainojen määrät ja samaan aikaan myös talletusten määrät kasvoivat. Samalla vuosikymmenellä pankki- ja vakuutustoiminta lähentyivät toisiaan. (Koivuporras 2008, 120–123) Myös yksityishenkilöiden varallisuus kasvoi edellä mainitusta 25 miljardista nopeaan tahtiin. Koivuporras (2008, 121–123) arvioi kotitalouksilla olleen vuoden 2005 lopussa pankeissa talletuksia yhteensä noin 60 miljardia euroa. Myös vuoden 2008 Subprime-kriisi lisäsi talletusten suosiota. Talouden epävakaus saattoi olla yhteydessä keskusteluun luotonannon vastuullisuudesta.

Yhteenvetona voidaan sanoa, että tiukka sääntely vaikutti rahoitusmarkkinoiden ominaispiirteisiin ja yleisesti myöhäiseen kehitykseen. Aineistossa viitattiin myös mahdollisuuteen, että valtion vero-ohjauksen puutteella saattaa olla yhteys rahasto- ja osakesääntämisen vähäiseen suosioon ja näin myös niiden kehittymismahdollisuuksiin. Myös yksityishenkilöiden käytössä oleva varallisuus ja talouden epävakaus lienee vaikuttanut sijoituskulttuuriin ja näin mahdollisesti myös sijoittajien asenteisiin. Suomen vastuullisen sijoittamisen evoluutiota tulee tarkastella tässä myöhäisen kypsymisen kontekstissa.

3.2 Suomalaisen eläkevakuuttamisen kehitys ja sen suhde yhteiskuntaan

Eläkevakuuttajia oli tarkasteltu useissa aineiston teksteistä, kuitenkin vain kolme työtä tarkasteli eläkevakuuttamisen vastuullista sijoitustoimintaa omana ilmiönään. Hyrske ym. (2012) tarkastelivat eläkesijoittajia laajemmin, mutta Sorsan (2006) ja Mäkisen (2008) töissä keskityttiin eläkelaitoksista vain työeläkevakuutusyhtiöihin. Kaikista eläkevakuuttajista työeläkeyhtiöiden rooli ja kehitys kansantaloudessa oli aineistossa kuvailtu tarkimmin, siksi tässä alaluvussa keskitytään pääasiassa niihin.

Sorsan (2006, 16–36) mukaan Suomessa työntekijän työeläkelain alaisen työeläkeva-

kuutuksen tarkoitus on turvata toimeentulo vanhuuden ja työkyvyttömyyden riskien varalta. Suomen eläkevakuutusjärjestelmä on osin rahoitettu jakojärjestelmä. Pentikäisen, Koivusalon, Kammosen ja Lämsän (2001, 117) mukaan osittainen rahastointi tarkoittaa, että vakuutusmaksuja kerätään vuosittain enemmän kuin asianomaisena vuonna eläkkeitä maksetaan. Ylimenevä osa kerätyistä varoista menee eläkerahastoihin, eli varat sijoitetaan eteenpäin. (Sorsa 2006, 18)

Sorsan (2006, 16–36) mukaan työeläkeyhtiöiden toimintaan ja rooliin kansantaloudessa, niiden perustarkoituksen lisäksi, on tullut monia muutoksia vuosikymmenten aikana. Sorsan tutkielman pohjalta vaikuttaisi siltä, että työeläkesijoittajat olisivat sijoittajina poliittisen ohjauksen alaisia. Muutokset Suomen rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä sekä rahamarkkinoiden vapautuminen johti Sorsan mukaan siihen, että heräsi tarve kehittää eläkejärjestelmää tuottavampaan suuntaan. Sijoitustuottoja kaivattiin erityisesti suurten ikäluokkien eläkekustannusten kattamiseksi.

Työeläkeyhtiöiden sijoituskohteiden valintaan vaikuttaa työeläkevakuutusyhtiöitä koskeva laki (354/1997). TvyL. 26.3 §:n mukaan eläkevarat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Sorsan (2006, 30–36) mukaan vuonna 1997 tehty sijoitussääntöjen ja vakavaraisuuskriteerien muutos teki ulkomaille kohdistuvien sijoitusten kasvusta erittäin nopeaa. Eläkevarojen sijoitukset muuttuivat riskisemmiksi ja tuottavammiksi 1990-luvulta 2000-luvulle, kun osakkeiden suhteellinen ja euromääräinen osuus varallisuudesta kasvoi. Hajauttamisesta johtuen eläkevarojen sijoittaminen muuttui kansainväliseksi siten, että vuonna 2004 suomalaisten rahoitusinstrumenttien osuus oli vain murto-osa koko varallisuudesta. Tuottojen kasvattaminen kehittyi niin pitkälle, että 2000-luvulla taloudelliset vastuut olivat muita vastuuta korostuneemmat.

Sorsan (2006, 5) mukaan suurille työeläkerahastoille asetetaan kansantaloudellisia ja sosiaalisia velvoitteita monilta eri suunnilta. Yhtiöiden hoitamat työeläkerahastot ovat julkisen kiinnostuksen kohteina, sillä ne muodostuvat julkisen sosiaaliturvajärjestelmän maksuista, sekä yksityisen sektorin yli miljoonan palkansaajan rahoista. Mäkinen (2008, 105) esitti mielipiteen, jonka mukaan lakisääteisten eläkemaksujen maksajien pitäisi olla oikeutettuja tietämään, mihin eläkevaroja sijoitetaan. Mielenkiintoa lisännee myös se,

että eläkerahastot hallinnoivat suuria rahasummia. Sorsan (2006, 23–24) mukaan vuoden 2004 lopussa Suomen lakisääteiset eläkerahastot olivat suuruudeltaan yhteensä 87 miljardia euroa, josta työeläkevakuutusyhtiöiden varojen osuus oli yli puolet. Lisäksi Suomen eläkerahastojen koon on sanottu olevan Pohjoismaisellakin tasolla suuri (Scholtens & Sievänen 2013).

Työeläkevakuuttajat (TELA) julkaisi vuonna 2004 vastuullisen sijoittamisen periaatteet. TELA:n vuonna 2004 hyväksymiä vastuullisen sijoittamisen periaatteita päivitettiin vuonna 2008. Päivityksen keskeisin uudistus oli sisällyttää UNPRI Työeläkevakuuttajien periaatteisiin. Työeläkevakuuttajien jäsenet toteuttavat vastuullisen sijoitustoiminnan periaatteita itsenäisesti omaan sijoitustoimintaansa sopivalla tavalla. (Mäkinen 2008, 77–78) TELA oli mukana edistämässä myös koko finanssialan yritys vastuuasioita Finanssialan Keskusliiton (FK) alaisen työryhmän mukana vuonna 2007 (Kivivirta 2010, 7).

Mäkisen (2008, 77–79, 81–82, 97–98) mukaan vuonna 2008 kaksi työeläkevakuutusyhtiötä oli sitoutunut YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteisiin. Yksi työeläkeyhtiö mainitsee käyttävänsä Global Reporting Initiative -raportointijärjestelmää (GRI) soveltuvin osin. Varmalla ja Ilmarisella, kahdella suuremmista yhtiöistä, osa sijoitustoiminnan vastuullisuuden valvonnasta on ulkoistettu GES Investment Services -yritykselle. Mäkisen mukaan on havaittavissa, että suuremmilla eläkeyhtiöillä resurssit vastuullisen toiminnan toteuttamiseen ovat paremmat kuin pienemmillä eläkeyhtiöillä.

Hyrskke ym. (2012, 79–81) kutsuvat yritysten osakkeita laajasti omistavia eläkeyhtiöitä, rahoitusyhtiöitä ja säätiöitä universaaliomistajiksi. Tämänkaltaisen sijoittajan mahdollisuudet sulkea yritys pois sijoitussalkusta yritys vastuuperiaatteisiin nojaten ei välttämättä ole mielekästä tai edes mahdollista. Suomen kaltaisilla pienillä markkinoilla uusia ostajia olisi vaikea löytää, jos useat universaaliomistajat päättäisivät myydä osuutensa. Myös Sorsa (2006, 59) nosti esiin työeläkeyhtiöiden rajoitteet suurina toimijoina pienen maan pörssissä. Radikaali tuotontavoittelu saattaisi heikentää järjestelmää. Hyrskke ym. (2012, 79–81) mainitsevat vastuullisen sijoittamisen potentiaalin löytyvän aktiivisesta omistajuudesta.

Hyrskkeen ym. (2012, 90–94) vuoden 2010 kyselytutkimuksen mukaan Suomessa on vastuusijoittamisen etenemisestä huolimatta edelleen selkeästi vähemmän vastuullisen sijoittamisen strategian omaavia eläkesijoittajia, kuin muissa Pohjoismaissa. Kirjoittajat arvelevat yhden syyn olevan eläkesijoittajien haluttomuus julkaista periaatteita julkisuuskuvan vaarantumisen takia. Eurosifin (2012, 32) mukaan Suomen lainsäädäntö ei edelleenkään vaadi työeläkeyhtiöitä huomioimaan yhteiskuntavastuullisia kriteereitä sijoitustoiminnassaan, vaikka monien muiden maiden työeläkeyhtiöiltä tätä vaaditaan. (Ks. lisää luku 3.6 Suomen vastuullisen sijoittamisen erot ja yhtäläisyydet muihin maihin).

Yhteenvetona voidaan sanoa, että työeläkeyhtiöiden sijoitusmahdollisuuksiin liittyy olennaisesti niitä koskeva sääntely, jonka puitteissa ne toimivat. Työeläkeyhtiöiden sijoittajaprofiileihin saattaa siis vaikuttaa kulloinenkin poliittinen tahtotila. Lain mukaan työeläkeyhtiöiden on toimittava tuottavuuden ja turvaavuuden raameissa. Laki ei kuitenkaan edellytä työeläkeyhtiöiltä mitään toimia taloudellisen vastuun lisäksi. Valtio voisi ohjata työeläkeyhtiöiden toimintaa vastuullisempaan suuntaan, mutta mitään ei näytä tapahtuneen. Valtion kantaaottamattomuus vastuusioihin yleisesti vaikuttaisi olevan harvenemaan päin oleva ilmiö Euroopan tasolla.

Eläkejärjestelmän alkutaipaleella ei puhuttu vastuusta tai etiikasta eksplisiittisesti, mutta järjestelmän toimintaan liitettyjä arvoja olivat kotimaisen hyvinvoinnin ja talouskasvun tukeminen. Voitaisiin siis sanoa, että yhteiskunnalliset vaikutukset oli työeläkeyhtiöiden toiminnassa huomioitu niiden päätehtävän lisäksi. Vaikka Työeläkevakuuttajat pyrkivät vastuusijoittamisen edistämiseen alan sisällä, on Suomessa yhä selkeästi vähemmän vastuullisen sijoittamisen strategian omaavia eläkesijoittajia kuin muissa Pohjoismaissa. Palkansaajia saattaisi kiinnostaa, mihin heidän maksamiaan rahoja sijoitetaan ja millä periaatteella. Koska Suomen eläkevarat ovat suuret, voisi eläkerahastojen sijoituspolitiikalla olla huomattava rooli niiden omistamiin yhtiöihin. Kuitenkin työeläkeyhtiöiden suuri vaikutusvalta voi toimia myös niitä vastaan. Niiden suuri koko Suomen osakemarkkinoilla asettaa haasteita epäsuotuisista kohteista irtautumiselle.

4 SUOMALAISTEN SJOITTAJIEN VASTUULLISUUS

4.1 Suomen evankelis-luterilaisen kirkon arvopohjainen sijoitustoiminta

Institutionaaliset sijoittajat ovat suuria sijoituksia tekeviä yhteisöjä, kuten vakuutusyhtiöitä, eläkevakuutusyhtiöitä, pankkeja ja sijoitusrahastoja. Tässä alaluvussa on käsitelty kirkon roolia vastuullisena institutionaalisena sijoittajana. Kirkko oli ensimmäinen kotimainen taho, joka otti etiikan ja vastuuasiat huomioon sijoitustoiminnassaan. Suomen evankelis-luterilaisen kirkon rooli eettisen sijoittamisen edelläkävijänä oli esillä aineiston alkupään teksteissä (ks. esim. Kantoluoto 1999, Savioja 1999, Karhapää 2001, Kuisma 2001, Sorsa 2006, Kankaanpää 2006).

Takala ja Kääriäinen (2003) sanovat, että luterilaisen ajattelutavan mukaan on olemassa vain yksi eettinen linja, joka on sama sekä kirkolle että koko muulle yhteiskunnalle. Näin kirkon periaatteet toimivat myös laajempaan kannanottona sijoittamisen etiikkaan. Kantoluodon (1999, 35–36) mukaan vielä vuonna 1997 kirkon sijoitussäännöissä ei ollut mainintaa eettisistä näkökohdista, vaan kirkko sijoitti yleisesti hyväksyttyihin kohteisiin. Kirkon sijoitettavista rahoista valtaosa on Kirkon eläkerahaston varoja, joilla tulevaisuudessa maksetaan työntekijöiden eläkkeet. Näiden varojen sijoittamista sääteli laki, jonka mukaan ne tuli sijoittaa varmasti ja tuottavasti. Helsingin seurakuntayhtymä sai marraskuussa 1998 valmiiksi sijoitustoimintaan liittyvän eettisen ohjeiston. Eettisiin ohjeiden mukaan kuului muun muassa suosia positiivisen arvottamisen vaihtoehtoa sekä vain eettisesti korkeatasoisia omaisuudenhoitajia. Kirkon sijoitustoiminnan eettiset periaatteet (1999) olivat Suomen evankelis-luterilaisen kirkon kirkkohallituksen eettisen sijoittamisen ohjeet (ks. Kuisma 2001, 30; Takala ja Kääriäinen 2003).

Suomen ensimmäisenä eettisenä rahastona pidetty Gyllenberg Forum on suunniteltu eri-

tyisesti Suomen evankelis-luterilaisen kirkon seurakuntien sijoitustoimintaa varten (ks. esim. Savioja 1999, 18–42; Kuisma 2001, 30; Karhapää 2001, 60–70; Kankaanpää 2006, 51). Kuisman (2001, 13, 28) mukaan kirkko oli mukana Gyllenberg Forumin rakentamisessa ja oli jo muutamaa vuotta ennen rahaston perustamista alkanut etsiä yhteistyökumppaneita rahastoa varten. Kuisman mukaan evankelis-luterilainen kirkko seurakuntineen oli tehnyt suurimmat sijoitukset Suomen eettisiin rahastoihin vuosituhanen vaihteessa. Muut institutionaaliset sijoittajat eivät olleet vielä lähteneet mukaan eettiseen rahastosijoittamiseen.

Takalan ja Kääriäisen (2003) artikkeli tarkastelee Suomen evankelis-luterilaisen kirkon toimintaa sijoittajana. Artikkelin perusteella Kirkon eettisen sijoittamisen profiilin voisi ajatella koostuvan suunnan näyttämisestä, omien oppiensä ulottamista oman toimialueen ulkopuolelle, pitkäjänteisyydestä sekä kantaaottavuudesta. Kirkon sijoitustoiminnan päätarkoitus on turvata riittävän hyvät olosuhteet toiminnalle pitkällä tähtäimellä, varsinkin kun suuri osa sijoituksista on kirkon työntekijöiden eläkerahaston varojen sijoittamista. Kirkko toimii samoilla rahoitusmarkkinoilla kuin muutkin, mutta sen odotetaan noudattavan samoja periaatteita, joita se opettaa. Kirkon eettisen sijoittamisen käytännön toteutuksesta sanottiin, että etiikka otetaan huomioon ulkoista asiantuntijaa apuna käyttäen. Eettisessä ohjeistossa painotettiin positiivista arvottamista.

Yhteenvetona voidaan todeta, että kirkko oli Suomen ensimmäinen instituutio, joka omaksui vastuullisen sijoittamisen laajasti osaksi omaa toimintaansa. Julkisuudessa haastateltiin 1990-luvulla melko usein kirkonmiehiä talousetiikkaan liittyvissä kysymyksissä, joten kirkolla oli myös laajempi, kantaaottava rooli sijoitusten eettisyyttä koskien. Varhaisin aineistossa mainittu ohjeistus oli Helsingin seurakunnan vuonna 1998 julkaisema ohjeisto, mutta Kirkkohallituksen ohjeet vuodelta 1999 mitä ilmeisimmin kattavat laajemmin kirkon organisaatiot ja seurakunnat. Tätä jälkimmäistä ohjeistusta voidaan luonnehtia merkittäväksi käännekohdaksi suomalaisten institutionaalisten sijoittajien vastuullisen sijoittamisen historiassa.

4.2 Yksityissijoittaja vastuullisena sijoittajana

Yksityishenkilöistä vastuullisina sijoittajina oli vain vähän tietoa aineistossa. Hellstenin (2005) tutkielma oli ainoa, joka keskittyi yksityissijoittajiin. Hellsten tutki ketkä sijoittavat eettisiin rahastoihin ja minkälaiset heidän demografiset ominaisuutensa olivat. Kuisma (2001, 12–13), arvioi että alle sata suomalaista yksityishenkilöä oli sijoittanut eettisiin rahastoihin vuosituhaten vaihteessa. Myös Hellsten oli havainnut saman ilmiön, että yksityissijoittajat olivat pieni eettisten rahastojen sijoittajaryhmä.

Hellsten (2005) tutki, ketkä sijoittavat eettisiin sijoitusrahastoihin, ja kuinka he eroavat muista sijoittajista. Tutkielmassa käytettiin eettisten rahastojen omistajista saatavilla olevaa dataa, ja näin saatiin näkökulmaa siihen, millaisia henkilöitä eettisten rahastojen omistajista löytyy. Tutkielmassa tarkasteltiin Sampo Kestävä Arvo Koron ja Sampo Kestävä Arvo Osakkeen sijoittajia sekä näiden vertailupareja. Tutkielman mukaan ero eettisten sijoittajien ja vertailuryhmän välillä on demografisen tarkastelun perusteella olemassa. Hellstenin tutkielman tutkimustulokset olivat samansuuntaiset aikaisempien aiheesta tehtyjen tutkimusten kanssa, joissa eettisen yksityissijoittajan ominaispiirteitä olivat nuori ikä, pieni sijoitussumma, naispainotteisuus sekä kaupunkilaisuus.

Nuorimmat sijoittajat suosivat eettisiä rahastoja, kun taas yli 56-vuotiaat suosivat perinteisiä rahastoja. Poikkeuksen tekivät alaikäiset, jotka suosivat ei-eettisiä rahastoja. Naiset olivat eettisten rahastojen sijoittajina paremmin edustettuina verrattuna ei-eettisiin rahastoihin. Postinumeroiden perusteella tehty vertailu osoittaa, että eettiset sijoittajat asuvat etelämpänä Suomessa. Lisäksi sijoittajat kokonaisuudessaan olivat kaupunkilaisempia kuin vertaisryhmä. Tilastollisen vertailun tuloksena eettiset sijoittajat sijoittivat keskimäärin 1577 euroa vähemmän kuin ei-eettiset sijoittajat. Keskimääräinen eettinen sijoitus oli 2904 euroa, kun vertailuryhmän keskiarvo 4481 euroa. (Hellsten 2005, 81–93)

Tenngrenin (1999, 75–79) mukaan SEB:n Ympäristörahastoon ja Itämerirahastoon sekä

Gyllenberg Forumiin vaadittiin vähintään 30 000 markan⁴ alkusijoitus. Verrattuna Hellstenin tutkimuksen tuloksena saatuun keskimääräiseen eettiseen sijoitukseen, 2904 euroon, tämä minimi-investointi vaikuttaa korkealta. Voi olla, että korkea alkuinvestointi on vähentänyt yksityissijoittajien valmiutta sijoittaa eettisiin rahastoihin ja nostaa näin eettisen sijoittamisen kynnystä.

4.3 Eläkeyhtiöt vastuullisina sijoittajina

Kirkon lisäksi eläkevakuuttajat ovat merkittäviä institutionaalisia sijoittajia, sillä ne hallinnoivat suuria rahamääriä ja tekevät näin ollen myös suuria sijoituksia. Alaluvussa 3.2 tarkasteltiin työeläkeyhtiöiden taustalla vaikuttavia säännöksiä ja trendejä sekä niiden vaikutuksia vastuulliseen sijoittamiseen. Tässä alaluvussa käsitellään eläkeyhtiöiden näkökulmia vapaaehtoisen vastuullisen sijoitustoiminnan noudattamisen tai noudattamatta jättämisen takana. Lisäksi eläkeyhtiöiden esitellään eläkeyhtiöiden profiileja vastuullisen sijoittamisen toteuttajina. Eläkeyhtiöillä tarkoitetaan tässä yhteydessä kaikkia lakisääteisiä eläkkeitä kerääviä tai hallinnoivia tahoja. Koska työeläkeyhtiöitä oli tarkasteltu useassa aineiston tekstissä, on niistä yksityiskohtaisempaa tietoa kuin muista eläkeyhtiöistä. Työeläkevakuuttajien näkökulmia ja ominaispiirteitä tarkasteltiin Sorsan (2006), Mäkisen (2008) ja Hyskeen ym. (2012) teksteissä.

Sorsa (2006, 103–114, 122–123) tarkasteli tutkimuksessaan kahta suurta suomalaista työeläkevakuutusyhtiötä. Sorsan havaintojen perusteella kummankin työeläkeyhtiön näkemyksissä korostuu suomalaisuuden arvostus, oli se sitten sijoitusten kohdentaminen Suomeen tai luotto suomalaisen järjestelmän oikeudenmukaisuuteen ja eettisyyteen jo sinänsä. Kummankin yhtiön yhteiskuntavastuuperiaatteiden on ilmoitettu olevan erilaiset Suomessa ja muualla, mutta eksplisiittiset erot eivät tule tarkemmin esiin kummallakaan. Molemmat yhtiöt määrittelivät yhdeksi arvoistaan aktiivisen roolin suomalaisen työllisyyden edistämisen omistajapolitiikan kautta.

⁴ Euroissa tämä summa olisi ollut noin 5046 euroa kertoimella 5,94573.

Sorsan (2006, 103–114) tarkasteleman, nimettömänä esitellyn, työeläkeyhtiön (yhtiö A) omistamista osakkeista noin 40 % oli suomalaisia. Suomalaisen osakkeen ostamista yhtiö perusteli yhteiskuntavastuulla. Yhtiö etsi aktiivisesti edullisia sijoituskohteita Suomesta, jotta suomalaisille yhtiöille riittää rahoitusta. Toisaalta yhtiö koki taloudelliseksi vastuukseksi myydä kohteita, joiden tuotto-odotus ei ole riittävää. Yhtiö oli ulkoistanut sijoituspäätöksiä edeltävän yhteiskuntavastuulinformaation keruun ja se tapahtui ulkopuolisen analyysitalon toimesta. Sorsan mukaan kyselyyn vastanneen arvopaperijohtajan arvion mukaan yhteiskuntavastuullisuus koetaan sijoitustoimintaa rajoittavaksi tekijäksi. Tämän Sorsa tulkitsi tarkoittavan, että yhteiskuntavastuun huomioiminen vaikuttaa sijoitustoiminnan organisointitapaan merkittävästi. Yhtiön sijoitusten vastuusta viestitään julkisesti, esimerkiksi yhteiskuntavastuuperiaatteet ovat kaikki julkisia ja saatavilla internetistä.

Sorsan (2006, 103–120) haastattelema toinen, niin ikään nimetön, työeläkeyhtiö (yhtiö B) näkee mahdollisuudet yhteiskuntavastuiden toteuttamiseen helpoimmaksi Suomessa kuin kansainvälisesti. Yhtiön näkökulmasta suomalaisessa kontekstissa työlaainsäädäntö ja ympäristölaainsäädäntö ovat kattavia, mikä Sorsa tulkinnan mukaan selittää yhtiön taloudellisten vastuiden korostumista. Lisäksi yhtiö piti vain länsimaaisia korkosijoituksia valideina yhteiskuntavastuun näkökulmasta, sillä ainoastaan länsimaissa pystytään takaamaan sosiaalinen, taloudellinen ja ekologinen vastuu. Yhtiössä johdolla on keskeinen rooli vastuunkannon seurannassa sekä erittäin merkittävä rooli yhteiskuntavastuun toteutuksessa. Sijoituksista irtautumisissa riskienhallinnan näkökulma on käytännössä ainoa, eikä yhteiskuntavastuuperusteita juurikaan käytetä. Yhtiön omistajapolitiikka on yhteiskuntavastuulliseen sijoittamiseen sitoutumisen strategia, joka perustuu hyvin suurilta osin epämuodolliseen dialogiin omistettavien yritysten kanssa. Yhtiö kertoi julkaisensa vuodesta 2004 lähtien yhteiskuntavastuuta koskevan raportin vuosittain.

Mäkinen (2008, 81–82) haastatteli kuuden suurimman työeläkeyhtiön edustajia. Sorsan työstä poiketen Mäkinen esitteli työeläkeyhtiöiden edustajien näkemyksiä eläkeyhtiöt nimeltä mainiten. Mäkinen tutkimushaastattelujen perusteella kaikilla työeläkeyhtiöillä on omat omistajaohjauksen periaatteensa. Suorissa sijoituksissa vastuullisen toiminnan valvonta on helpompaa kuin välillisissä. Työeläkeyhtiöt tekevät suoria sijoit-

tuksia pohjoismaisiin kohteisiin, jolloin yritykset ovat tuttuja ja niiden toimintaan vaikuttaminen helpottuu. Mäkisen mukaan työeläkeyhtiöillä on melko yhtenäinen periaate siitä, että asioita tarkastellaan tapauskohtaisesti, eikä yksittäistä yritystä suljeta pois vain toimialan perusteella. Eräs Mäkisen haastateltava sanoi, että heidän yrityksessään uskotaan vastuullisen yritystoiminnan olevan kannattavampaa kuin epävastuullisen pidemällä tähtäimellä.

Mäkisen (2008, 80–83) mukaan Varmalla ja Ilmarisella on ulkopuolinen vastuullista sijoittamista valvova taho, ruotsalainen GES Investment Services. GES vertaa työeläkeyhtiöiden salkkua omiin kriteereihinsä, ja raportoi mahdollisista rikkomuksista. Toisen työeläkeyhtiön omistajapolitiikka muuttui vuonna 2007 omistajuudesta luopumisesta aktiiviseksi vuoropuheluksi (engagement). Työeläkeyhtiö ei kuitenkaan itse vie keskustelua eteenpäin, vaan sen hoitaa GES. Suurin osa Mäkisen haastattelemaista kuudesta työeläkeyhtiöstä on joutunut luopumaan ainakin joistain sijoituskohteista vastuullisiin periaatteisiin vedoten. Syitä omistuksesta luopumiseksi ovat olleet muun muassa lakien ja normien rikkomiset, kartellit ja työympäristön epätasa-arvoisuus. Mäkisen mukaan kaksi eläkeyhtiötä kuudesta on allekirjoittanut UNPRI:n ja kaksi yhtiötä oli harkitsemassa allekirjoittamista vuonna 2008.

Hyrskkeen ym. tutkimus (2012, 39–58) oli kaksiosainen. Ensimmäinen osa tarkasteli eläkesijoittajia laajemmin ja heitä lähestyttiin online-kyselytutkimuksen avulla. Hyrskkeen ym. tutkimuksen suomalaisen täysotannan kooksi määriteltiin 67 kappaletta eläkesijoittajia, joten otos sisältää laajasti muitakin eläkesijoittajia kuin työeläkevakuutusyhtiöitä. Hyrskkeen ym. mukaan online-kyselytutkimuksen perusteella suomalaista eläkesijoittajien profiilia kuvaa vastaajaryhmien vastausten samankaltaisuus. Sillä, onko eläkesijoittajalla vastuullisen sijoittamisen strategia, ei siis ole Hyrskkeen ym. mukaan ole vaikutusta sijoittajien arvoihin ja asenteisiin vastuullista sijoittamista kohtaan.

Hyrskkeen ym. (2012, 39–58) tulkinnan mukaan eläkesijoittajat ovat itsenäisiä, eikä maine tai ryhmäpaine merkittävästi vaikuta suomalaisten päätöksiin. Suhtautuminen oli positiivista, eikä vastuullisen sijoittamisen koettu tuovan huonompaa tuottoa. Muista Pohjoismaista poiketen, suomalaiset eläkesijoittajat eivät olisi valmiita sijoittamaan vastuul-

lisiin kohteisiin, jos tuotto olisi huonompi. Lait ja säännökset olisivat olleet sijoittajien mielestä tervetullutta ohjeistusta, mikä Hyrskeen ym. mukaan kuvastaa suomalaisten luottoa päätöksentekijöihin. Vastuullisen sijoittamisen käytännön toteutus koettiin jossain määrin vaikeaksi. Riskienhallinta ja läpinäkyvyys nousivat myös keskeisiksi motivaatioiksi vastuullisessa sijoittamisessa. Vastaajaryhmästä ei noussut esiin äärimielipiteitä.

Hyrskeen ym. tutkimuksen toinen osa keskittyi (2012, 148–150) työeläkevakuutusyhtiöihin. Tutkimusta varten haastateltiin kymmenen avainhenkilöä kymmenestä eri työeläkevakuutusyhtiöstä, joista viisi oli Suomesta. Haastattelun tarkoituksena oli vapaamuotoinen keskustelu eläkesijoittajien suhtautumisesta vastuulliseen sijoittamiseen ja sen mahdollisista toteutustavoista. Kaksi suomalaista haastateltavaa piti vastuullisena sijoittamisena sijoituksia kotimaisiin yrityksiin ja työllisyyttä edistäviin rahastoihin. Lisäksi kahden mielestä vastuullista sijoittamista oli eläkesijoittajan omista vastuista huolehtiminen. Kaikilla suomalaisilla oli hyvät tiedot vastuullisesta sijoittamisesta, mutta käytännön mahdollisuudet tehdä vastuullisia sijoitusratkaisuja koettiin hankaliksi. Vastaajat myös toivoivat määriteltyjä sääntöjä, esimerkiksi viranomaisten taholta, vastuullisen sijoittamisen helpottamiseksi.

Hyrske ym. (2012, 180) väittävät tutkimustulostensa perusteella, että suomalaisista eläkesijoittajista harva kokee saavansa kilpailuetua vastuullisesta sijoittamisesta. Sellaisia sijoittajia on kuitenkin hyvin vähän, jotka ovat tietämättömiä tai kieltäytyvät hyväksymästä vastuullista sijoittamista osaksi sijoituspäätöksentekoa. Vaikka monet ovat hyväksyneet vastuullisen sijoittamisen osaksi omaa sijoitustoimintaa, monet eivät ole vielä löytäneet itselleen sopivia lähestymistapoja tai oppineet käyttämään niitä tehokkaasti.

Yhteenvetona aineiston havainnoista voidaan sanoa, että niiden välillä ei ollut merkittäviä ristiriitaisuuksia. Haastattelujen anonyymiyys asetti kuitenkin haasteita tulkinnalle ja mahdollisen muutoksen havainnoimiselle. Aineiston teksteissä painottuivat etenkin suurten työeläkevakuutusyhtiöiden näkökulmat. Suomalaisuuden arvostus, luotto suomalaiseen järjestelmään ja lainsäädäntöön, työllisyyden edistäminen sekä taloudellisten vastuiden korostuminen olivat toistuvia ilmiöitä suurten suomalaisten työeläkevakuutta-

jien vastuullisessa sijoitustoiminnassa.

Aineistossa eläkesijoittajien vastuullista sijoittamista oli tarkasteltu vasta aineiston aikahaitarin jälkimmäisellä puolikkaalla, eli ensimmäisen kerran itsenäisenä tutkimusaiheena vuonna 2006. Työeläkevakuuttajat julkaisi vastuullisen sijoittamisen periaatteet⁵ vuonna 2004. Periaatteiden julkaisu oli viisi vuotta myöhemmin kuin Luterilaisen kirkon ohjeistus sekä yhtä kaukana vastuullisten rahastojen perustamisesta. Periaatteiden julkaisu, vastuuasioden esittely vakuutusyhtiöiden omien raporttien sekä pro gradu -tutkielmiin annettujen kannanottojen kautta saattaa viitata siihen, että vastuuasiat nousivat ajankohtaisiksi vakuutuspiireissä vasta 2000-luvun puolivälissä. Eläkevakuuttajat eivät siis ole Suomessa edelläkävijöitä vastuullisessa sijoittamisessa, mutta vaikuttavat seuraavat sijoittamiseen liittyvää kehitystä.

4.4 Vastuunäkökulmien omaksuminen rahoitussektorin sisällä

Rahoitussektorin sisäisellä vastuunäkökulmilla ja -toimilla tarkoitetaan rahoitussektorin toimijoiden oma-aloitteista käytäntöjen muuttamista vastuullisempaan suuntaan. Rahoitussektorin toimijoilla tarkoitetaan tässä yhteydessä luottomarkkinoilla, pääomamarkkinoilla tai vakuutusmarkkinoilla toimivia yhteisöjä. Toimijat ovat pitkälle samoja kuin mitä institutionaaliset sijoittajat ovat. Tässä alaluvussa kuitenkin korostuu toimijoiden luonne rahoituspalveluiden tarjoajana, eikä institutionaalisten sijoittajien, kuten kirkon tai eläkevakuuttajien, näkökulmia huomioida enää toistamiseen.

Rahoitussektorin sisäisten vastuuasioden kehitystä käsiteltiin muun muassa Koivuportaan (2008), Eurosifin (2008, 2010, 2012), Hyrskeen ym. (2012), Kupin (2006), Kivivirran (2010) sekä Hiltusen (2011) teksteissä. Koivuortaan (2008, 122, 136–137) mukaan pankkialan eettisen sijoittamisen edelläkävijä oli vuonna 1989 perustettu Eko-Osuuspankki, jonka toiminta lähti liikkeelle 1980-luvun korkeiden korkojen vastustamisesta. 1990-luvun lama ja pankkikriisi kuitenkin asettivat toiminnalle liian suuret haas-

⁵ Työeläkevakuuttajat LÄHDE??

teet ja hanke jouduttiin hylkäämään. Vuodesta 1998 hanke on toiminut rahastoyhtiönä, eli Eko-Osuusrahana. Osuuskunta on rahoittanut muun muassa luomuviljelyä ja tuuli-voimaa.

Koivuportaan (2008, 122, 136–137, 145–150) mukaan Suomessa ympäristökysymykset nousivat laajemmin esiin pankeissa 1990-luvulla. Varsinaisia ympäristöön liittyviä kannottoja Koivuportaan mukaan tehtiin muun muassa vuonna 2003, kun Nordea laati konsernilleen ympäristöpolitiikan. Myös muut Suomessa toimivat rahoitusalan yritykset pyrkivät ottamaan vastuunasiat huomioon toiminnassaan vuosituhannen vaihteen alussa. OP-Pohjola ryhmä oli Koivuportaan mukaan laatinut vuosittain yhteiskuntavastuuraportin ja pyrkinyt raportoinnissa GRI-ohjeiston mukaiseen raportointiin. Sampo Pankki laati vuonna 2006 neljännen kerran GRI-ohjeistoon perustuvan yritysastuuraportin. Kivivirran (2010, 7, 43) mukaan eräs kansallinen rahoitusalan vastuullisuusaloite oli Finanssialan keskusliiton alaisuudessa toimivaan yritysastuutyöryhmän perustaminen vuonna 2007. Työryhmässä olivat edustettuina Ilmarinen, OP-Pohjola, Sampo, Nordea, Tapiola, Työeläkevakuuttajat, Lähivakuutus, Finanssialan keskusliitto ja Elinkeinoelämän keskusliitto.

Koivuportaan (2008, 145–150) mukaan Nordea oli eräs varhaisimmista UNPRI:n allekirjoittaneista pohjoismaisista pankeista vuonna 2007. Kaksi anonyminä pysytellyttä, Hiltusen (2011, 63–64) haastattelemaa rahoitusalan yritystä allekirjoittivat UNPRI:n vuonna 2009, kolme muuta allekirjoittivat sen vuonna 2010. Hiltusen tarkastelemat kaksi pientä varainhallintayhtiötä eivät olleet allekirjoittaneet UNPRI:a. Eurosifin (2010, 30) mukaan Suomessa oli ainakin 18 rahoitusmarkkinoiden toimijaa, jotka olivat allekirjoittaneet UNPRI:n vuonna 2010. Eurosifin (2012, 32–33) seuraavan raportin mukaan allekirjoittajia löytyi Suomesta 31 kappaletta. Allekirjoittajien määrä oli sama kuin Tanskassa ja Ruotsissa.

Eurosifin alaisen paikallisen järjestön, Finsifin, jäsenmäärä nousi 18 jäsenestä vuonna 2010 jopa 37 jäseneseen kesäkuussa 2012. Finsifistä tuli vuonna 2012 Pohjoismaiden suurin vastuullisen sijoittamisen foorumi jäsenmäärällä mitattuna. (Eurosif 2010, 30; Eurosif 2012, 32). Vuoden 2012 kehityksen merkittävyyttä kuvaa myös Hirskeen ym.

(2012, 30) väite, että Finsif kattaisi lähes kaikki merkittävimmät institutionaaliset sijoittajat ja omaisuudenhoitajat Suomessa.

Aineiston teksteistä Kupin (2006), Kivivirran (2010) sekä Hiltusen (2011) empiiristen tutkimusten haastattelut ja kyselyt nostivat erilaisten sijoittajien näkemyksiä esille. Kupin (2006, 101–106) tutkielman empiirinen aineisto koostuu yhdeksän sijoitusalan ammattilaisen ja kahden analyytikon haastatteluista. Kupin haastattelujen perusteella yhteiskuntavastuun huomioiminen koettiin hankalaksi sijoitustoiminnassa, koska laki ei sitä säädellyt. Vapaaehtoisuuden vuoksi vastuullinen sijoittaminen on kiinni sijoittajan kyvyistä, tahdosta ja organisaation sisäisistä ohjeista. Vastuunäkökohtien laajamittaisen huomioimisen arvellaan lisäävän sijoittajan kustannuksia, eikä kaikilla toimijoilla ole tähän tarkasteluun halua tai varaa.

Kupi (2006, 68, 101–106) tulkitsee myös, että osa sijoittajista kokee vastuuasioista puhumisen melko vaikeaksi. Tämä näkyy haastatteluista kieltäytyneiden määrässä kuin myös siinä, että moni haastateltu halusi esiintyä nimettömänä. Esitetyt kommentit olivat usein varovaisia. Sijoittajat myös perustelevat vähäistä aktiivisuuttaan sillä, että sitä ei vaadita heiltä. Kupi arveli analyytikon työssä ympäristöön tai yhteiskuntaan liittyvien asioiden huomioimisen olevan vaikeaa niiden kvalitatiivisen luonteen vuoksi. Kupin mukaan sijoittajat usein edellyttivät sijoituskohteen noudattavan vapaaehtoisia kansainvälisiä periaatteita. Haastattelujen perusteella sijoittajat puuttuivat yhtiökokouksissa ympäristö- ja yhteiskuntavastuuasioihin hyvin harvoin, jos lainkaan.

Kivivirran (2010, 84–86) mukaan rahoituspalveluteollisuuden ei ole perinteisesti katsottu aiheuttavan ympäristövaikutuksia, koska se ei ole konkreettisia tuotteita valmistava ala, jonka ydinliiketoiminnan tuotteena syntyisi merkittäviä ympäristövaikutuksia. Tästä huolimatta Kivivirta painottaa rahoitusalaalla olevan merkittävä rooli kansantaloudellisesta näkökulmasta. On ymmärretty, että ala voi vaikuttaa ympäristöön ja yhteiskuntaan myös epäsuorasti rahoitusten ja investointien kautta. Vastuullinen sijoitustoiminnan kautta voidaan vaikuttaa esimerkiksi yhteistyöyritysten vastuukysymyksiin.

Kivivirran (2010, 84–86) empiirisissä osiossa haastateltiin viittä Finanssialan keskusliiton alaisuudessa toimivaan yritysvastuutyöryhmään kuuluvan pankki- tai vakuutustoimintaa harjoittavan yhtiön edustajaa. Haastatteluissa ilmeni, että rahoitussektorin sisällä, alojen välillä on joitakin eroja yhteiskuntavastuuseen liittyen. Vakuutuslalla hahmotettiin vastuukysymykset kokonaisvaltaisemmin, kun taas pankkialalla vastuuasioita ei mietitty vastuuasioita samalla tavalla kokonaisuutena. Vakuutuslalla oli yhteistyötä eri toimijoiden välillä, kun taas pankkialalla yritysvastuuta saatetaan käyttää kilpailuetuna.

Kivivirran (2010) tavoitteena oli tutkia, miten yhteiskuntavastuu määritellään ja onko yhteiskuntavastuu rakennettu osaksi ohjausjärjestelmiä finanssitoimialalla Suomessa. Tutkielma toteutettiin teemahaastatteluin viidessä finanssitoimialalla toimivassa yrityksessä. Kivivirran mukaan rahoitussektori ei ole yritysvastuun edelläkävijä Suomessa. Kaikki tapaustutkimuksen yritykset eivät pystyneet selvästi kertomaan, miten juuri he määrittelevät yhteiskuntavastuun toiminnassaan. Ohjausjärjestelmissä oli joitakin yhteiskuntavastuun piirteitä, mutta systemaattinen ote puuttui. Kivivirran tutkimuksen tuloksena havaittiin, että pankeissa ei vielä ajatella yhteiskuntavastuuta.

Hiltunen (2011, 34, 68–78) haastatteli työssään erilaisia varainhallintaorganisaatioiden edustajia. Hiltusen analyysin tulokseksi tuli, että Suomessa pääsyy vastuullisen sijoittamisen harjoittamiseen oli vastuullisen sijoittamisen kehitys ja muuttuminen valtavirtaisemmaksi. Myös paine kansalaisjärjestöjen, institutionaalisten sijoittajien, lainsäädännön, ja median tahoilta motivoi vastuulliseen sijoittamiseen. Kun institutionaaliset sijoittajat ottivat vastuullisen sijoittamisen yhdeksi investointimodeistaan, käynnistyi lumipalloefektiksi kuvailtu tapahtumaketju Suomen vastuullisen sijoittamisen kentällä. Tutkielmassa haastatellut mainitsivat halunneensa seurata kilpailijoiden esimerkkiä vastuullisen sijoittamisen omaksumisessa.

Hiltusen (2011, 68–70, 78) mukaan osa vastaajista sanoi käyttävänsä aktiivista omistamista vaikutuskeinona, jos rikkomuksia oli havaittu kohdeyrityksessä. Osa puolestaan pyrki ratkaisemaan rikkomukset keskustelulla kohdeyrityksen johdon kanssa. Vastuullisen sijoittamisen vaikutus riskienhallintaan ja suorituskykyyn jakoivat mielipiteitä. Suomalaisilla rahoitusmarkkinoilla tiedon puute vastuullisen sijoittamisen vaikutuksista

on huomattu ja asiaa on pyritty tutkimaan myös varainhallintayhtiöistä käsin.

Hiltusen (2011, 68–70) mukaan pankkiliiketoimintaa harjoittavat yritykset näkivät vastuullisella sijoittamisella olevan positiivinen vaikutus yrityksen riskeihin. Kolme haastatettavaa koki vastuullisen sijoittamisen tuovan positiivisen vaikutuksen myös yritysten suorituskykyyn, mutta kaikki eivät olleet havainnet eroa vastuullisten varojen tulosten tekokyvyssä perinteisiin verrattuna. Hiltusen mukaan erään yrityksen edustaja kuvasi toimialoihin kohdistuvaa negatiivista arvottamista vanhanaikaiseksi ja otti esimerkiksi tupakkateollisuuden, jonka harjoittama toiminta on kyseenalaista, mutta alalta voi löytyä tietyin kriteerein vastuullisia toimijoita. Luotettavia tuloksia on ollut vaikea saavuttaa, mutta yleinen mielipide on, että vastuullisella sijoittamisella on enemmän positiivisia kuin negatiivisia vaikutuksia riskienhallintaan, mutta vaikutusta yrityksen suorituskykyyn on ollut vaikea näyttää.

Hiltusen (2011, 63–64) tutkielman tarkastelemat pankkitoimintaa, varainhallintaa ja vakuustointia harjoittamat yhtiöt kertoivat motiiveiksi UNPRI-periaatteiden allekirjoittamiselle arvonlisäyksen, halun integroida vastuullisuusasiat sijoitusprosessiin, tiedon lisäämisen ja paineen asiakkailta. Kaksi yritystä, jotka kummatkin harjoittivat pääasiallisesti pankkitoimintaa, kertoivat kilpailijoiden esimerkin merkittäväksi syyksi periaatteiden allekirjoittamiselle.

Yhteenvetona aineistosta nousseista havainnoista voidaan sanoa, että rahoitussektorin sisäistä yritysvastuuta pyrittiin viemään eteenpäin 2000-luvun puolella, mutta sen suosion voisi sanoa kasvaneen vasta 2010-luvulla. Finanssialan sisäisestä kehityksestä kertoo erilaisten vastuullisuutta edistävien aloitteisiin osallistujien ja allekirjoittajien määrän kasvu. Suomi kuroi muiden Pohjoismaiden etumatkaa kiinni ainakin UNPRI:n allekirjoittaneiden määrässä.

Kivivirran haastattelujen pohjalta muodostama näkemys, jonka mukaan pankkialalla yritysvastuuta saatetaan käyttää kilpailuetuna sai vahvistusta Hiltusen haastatteluista. Aineiston mukaan vakuutusala poikkesi pankeista siinä, että vakuutuslalla vastuuky-

symykset hahmotettiin kokonaisvaltaisemmin ja toimijoiden välillä oli yhteistyötä. Kivirran ja Hiltusen tutkimusten tulokset erosivat aiemmin käsitellystä Hyskeen ym. (2012) havaitsemasta eläkevakuutusyhtiöiden ryhmäpaineen puutteesta.

Omistuksen tuomien vaikutusmahdollisuuksien käytöstä oli aineiston perusteella ristiriitaista tietoa. Kupin mukaan aktiivisena omistajana toimimista vältettiin, kun taas Hiltusen tutkielmassa haastateltavat myönsivät käyttävänsä aktiivista omistajuutta vaikutuskeinona. Kupin mukaan haastateltavat kokivat vastuuasioista puhumisen vaikeaksi, osa Hiltusen haastattelemissa henkilöistä sanoi puolestaan käyvänsä keskustelua kohdeyrityksen johdon kanssa. Voi olla, että Hiltusen työssä näkyi muuttunut ajatusmaailma, jossa omistajat ovat aktiivisempia kuin aiempina vuosina. On myös mahdollista, että Hiltusen haastattelemat yritykset olivat Kupin haastattelemissa yrityksiä aktiivisempia.

Haastatteluille oli ominaista, että suurin osa haastateltavista halusi esiintyä ilman omaa tai edustamansa organisaation nimeä. Mielipiteiden jaottelu toimijoittain oli vaikeaa koska niitä ei voinut verrata eri töiden välillä. Toisin kuin työeläkevakuuttajista, rahoitussektorin toimijoista oli aineiston perusteella vaikea muodostaa eheää kuvaa. Lisäksi rahoitussektorin edustajat olivat heikommin edustettuina tutkimusten otannoissa. Esimerkiksi Hyske ym. käsittelivät eläkevakuuttajat kokonaisotantana, vastaavaa kokonaisvaltaista lähestymistä ei tehty rahoitussektorin yhtiöille.

5 EETTISET JA VASTUULLISET RAHASTOT SUOMESSA

5.1 Eettisten ja vastuullisten rahastojen kehitys Suomessa

Eettinen rahastosijoittaminen oli suosittu aihe aineiston alkupuolella. Aineiston töistä kahdeksan käsitteli rahastoja tai rahastoihin liittyviä ilmiöitä tarkemmin. Empiirisiä rahastovertailuja oli toteutettu Raution ja Niemenpään (1999), Tuokkolan (2004) ja Heinänen (2006) töissä. Teoreettisia rahastojen tarkasteluja oli Tenngrenin (1999) sekä Virtasen (1999) tutkielmissa. Karhapään (2001) ja Ylikosken (2003) työt sisälsivät haastatteluja koskien rahastoja. Hellstenin (2005) gradu oli aineiston ainoa, joka keskittyi rahastosijoittajista yksityishenkilöihin. Mäkinen (2008) tarkasteli erikoisrahastoja työeläkevarakuuttamisen näkökulmasta. Lisäksi eettistä rahastosijoittamista käsiteltiin muulla tavoin muun muassa Kantoluodon (1999), Saviojan (1999), Kuisman (2001), Takalan ja Kääriäisen (2003), Hellstenin (2005), Kupin (2006) sekä Kankaanpään (2006) töissä. Vuoden 2008 jälkeen suomalaisia rahastoja ei enää käsitelty, eikä tietoa rahastosijoittamisen kehityksestä tämän jälkeen ollut saatavilla aineistosta.

Kantoluodon (1999, 68) tutkielman asiantuntijahaastattelujen mukaan eettinen sijoittaminen oli marginaalinen sijoittamisen alue vuonna 1999. Sijoitusten vähäisyyden arveltiin johtuvan siitä, että sijoittajat eivät olleet vielä löytäneet eettisiä rahastoja. Kuisman (2001, 13) mukaan vuosituhatosen vaihteessa evankelis-luterilainen kirkko seurakuntineen teki suurimmat sijoitukset eettisiin rahastoihin. Institutionaaliset sijoittajat ja yksityissijoittajat eivät vielä sijoittaneet eettisiin rahastoihin merkittävässä määrin. Kuten jo edellä mainittiin, Kuisma arvioi, että alle sata suomalaista yksityishenkilöä oli sijoittanut eettisiin rahastoihin vuosituhatosen vaihteessa.

Tiedot eettisten rahastojen kokonaismäärästä vaihtelivat aineiston tekstien välillä. Kuisman (2001, 12–13) mukaan 1990-luvun lopulla eettisiissä rahastoissa oli varoja yhteen-

sä noin 34 miljoonaa euroa. Kuisma ei ilmoittanut lähdettä tiedolleen. Kupin (2006, 81–83) tietojen mukaan vuonna 1999 kestävän kehityksen rahastoissa varoja oli noin 44 miljoonaa euroa. Kupi käytti Suomen Sijoitustutkimus Oy:n rahastoraportteihin vuosien 2000–2006 ajalta⁶.

Hellstenin (2005, 38, 94) mukaan vuoden 2004 lopulla Helsingin Pörssiin oli listattu vain neljätoista rahastoa, jotka voidaan luokitella sosiaalisesti vastuullisiksi, ja näistä vain kuusi oli rekisteröity Suomeen. Muihin maihin rekisteröityjä eettisiä rahastoja oli kahdeksan kappaletta. Hellstenin (2005, 37–38) tietojen mukaan vuoden 2004 lopulla kuuden Suomeen rekisteröidyn eettisen rahaston arvo oli noin 114 miljoonaa euroa. Muut Suomessa saatavilla olevat kahdeksan eettistä rahastoa olivat arvoltaan noin 83 miljoonaa euroa. Kupin (2006, 83) tutkielman mukaan pääomaa oli vuonna 2004 kestävän kehityksen rahastoissa 141 miljoonaa euroa. Lisäksi hän esitti aineiston tuoreimman arvion vastuullisten rahastojen kokonaismäärästä vuodelta 2006, jolloin summa oli noussut 218 miljoonaan euroon. Kupi viittasi edelleen Suomen Sijoitustutkimus Oy:n rahastoraporttiin lukujen taustalla.

Yhteenvedona aineiston tiedoista voidaan sanoa, että vastuullinen rahastosijoittaminen Suomessa on ollut voimakkaasti kasvava trendi vuosien 1999 ja 2006 välillä. Eettisten varojen kokonaismäärä moninkertaistui tällä ajanjaksolla. Ilman tarkempia lukuja ja tuoreempaa dataa on vaikea verrata kehitystä. Myös tarkastelu aika on jokseenkin lyhyt, vain seitsemän vuoden mittainen vuosien 1999 ja 2006 välillä. Kuitenkin on selvää, että vastuullinen sijoittaminen on pysynyt tarkasteluajana marginaalisena ilmiönä.

Kuten luvussa kolme sanottiin, Suomen rahastosijoittaminen on alkanut vasta vuonna 1987. Rahastosijoittamista on voinut Suomessa harjoittaa vuosien 1987 ja 1998 välillä ilman eettisen rahastosijoittamisen mahdollisuutta. Tavanomainenkin rahastosijoittaminen lähti Suomessa eksponentiaaliseen kasvuun vasta vuosituhaten vaihteen jälkeen. Vaikka eettinen rahastosijoittaminen todellakin vaikuttaa saapuneen Suomeen myöhään,

⁶ Kupi viittasi Suomen Sijoitustutkimus Oy:n Rahastoraportteihin eri vuosilta.
<www.sijoitustutkimus.fi/rahastoraportit/rr.pdf>

voi koko rahastosijoittamisesta sijoitustyylinä kritisoida myöhään kehittyneeksi.

5.2 Suomalaisen vastuullisten rahastojen aikajärjestys

SEB LUX FUND YMPÄRISTÖRAHASTO

Ensimmäinen Suomen markkinoille kesäkuussa 1998 tuotu eettinen sijoitusrahasto oli nimeltään SEB Lux Fund Ympäristörahasto⁷. Rahaston toi Gyllenberg Rahastoyhtiö Oy, joka on Skandinaviska Enskilda Bankenin omistama yritys. (Kuisma 2001, 12) Rahasto perustettiin vuonna 1993 ja oli näin eräs Pohjoismaiden vanhimmista eettisistä rahastoista (Karhapää 2001, 67). Tenngrenin (1999, 75–79) mukaan SEB:n Ympäristörahastoon vaadittiin vähintään 30 000 markan alkusijoitus.

Rahasto oli rekisteröity Luxemburgiin, sen ympäristöprofiilista vastasi sijoitustoimikunta, joka koostuu SEBin ja Maailman Luonnon Säätiö WWF:n edustajista. SEB Lux Fund Ympäristörahasto on tyypiltään osakerahasto, joka sijoittaa varansa maailmanlaajuisesti sellaisiin kohteisiin, jotka panostavat pitkän tähtäimen kestäväan kehitykseen. Valitut yritykset ovat ympäristön, sosiaalisen vastuun ja taloudellisen kannattavuuden suhteen parhaita alallaan. (Kuisma 2001, 30)

Rahasto myös ruotsalaisille tyypilliseen tapaan harjoittaa hyväntekeväisyyttä. Suomessa kertyneistä hallinnointipalkkiosta 12 % lahjoitetaan Suomen WWF:lle ja Ruotsissa vastaavasti Ruotsin säätiölle. WWF:n edustajilla on todellista valtaa rahaston sijoituspäätöksiin sijoitustoimikunnan kautta. (Karhapää 2001, 67; Kantoluoto 1999, 40) Rahaston salkussa ei ennen Suomen markkinoille rantautumista ollut yhtään suomalaista yritystä, mutta jo maaliskuussa 2001 rahastossa oli Nokian ja Stora Enson osakkeita 4,1 % (Kuisma 2001, 30 ja Savioja 1999, 40).

⁷ Rahastosta käytettiin teksteissä seuraavanlaisia nimityksiä: SEB (Lux) Ympäristörahasto, SEB Lux Miljöfond, SEB Lux Miljö, Skandinaviska Enskilda Bankens Environment Fund, Svenska Enskilda Bankenin Ympäristörahasto ja Svenska Enskilda Bankenin Miljöfond. SEB:llä oli toinenkin samankaltaisella nimellä valittu ympäristörahasto, mutta oletettavasti aineiston tekstit viittasivat Suomessa toimivaan rahastoon.

FORUM

Forum oli ensimmäinen suomalainen eettinen sijoitusrahasto, joka aloitti toimintansa 6.4.1999 SEB:n tytäryhtiön, Gyllenbergin, perustamana (ks. esim. Kankaanpää 2006, 51; Savioja 1999, 18–42). Forum perustettiin Suomen evankelis-luterilaisen kirkon seurakuntien sijoitustoimintaa varten ja kirkkohallitus oli mukana sen perustamisessa (Savioja 1999, 18–42 ja Karhapää 2001, 60–68; Kuisma 2001, 30). Kantoluodon (1999, 35–36) mukaan kirkon sijoitettavista rahoista valtaosa on Kirkon eläkerahaston varoja, joilla tulevaisuudessa maksetaan työntekijöiden eläkkeet. Kuten jo edellä mainittiin, eläkevarojen sijoittamista säätelee laki, jonka mukaan varat tulee sijoittaa varmasti ja tuottavasti. Tenngrenin (1999, 75–79) mukaan myös Gyllenberg Forumiin vaadittiin vähintään 30 000 markan alkusijoitus.

Forumin sijoitusstrategiaa kuvattiin hyvin turvaavaksi. Alhaisen riskitason sijoituskohdeet, kuten korkoinstrumentit olivat salkussa pääpainossa ja vastaavasti osakkeiden osuus oli matala. Tällaisia osakkeisiin että korkoinstrumentteihin sijoitettavia rahastoja kutsutaan yhdistelmärahastoiksi. (Karhapää 2001, 59–68; Tuokkola 2004, 57) Kuisman (2001, 30–31) mukaan rahaston osakepaino oli noin 25 %, josta maaliskuun 2001 lopussa suomalaisten pörssiosakkeiden osuus oli noin 11 %. Suurimmat suomalaisyritysten osuudet olivat Stora Enson ja Nokian osakkeilla. Kupin (2006, 88) mukaan vuonna 2006 rahastoon kuului vain Helsingin pörssissä noteerattuja yrityksiä.

Forumin sijoituskohteiden valintaa varten rahastolla oli sijoitusneuvosto, joka valvoi rahaston toimintaa ja antoi neuvoja riskitason ja sijoituskohteiden eettisyyden suhteen (Kuisma 2001, 31). Sijoitusten eettisyyden arvioimiseen käytettiin pääasiassa positiivista seulontaa (Tenngren 1999, 75–79). Sijoituskohteiden valinnassa eettisiä näkökulmia olivat huolenpito henkilöstöstä, yhteiskunnallinen vastuu ja ympäristön hyvinvoinnin huomioiminen (Kuisma 2001, 31). Karhapää (2001, 60–68) kritisoi Forumin rahastoitesitteeseen painettua eettisten näkökohtien huomioimisesta koskevaa kannanottoa ympäröyöreäksi. Kupin (2006, 88) mukaan Gyllenberg Forum ulkoisti yritysten vastuullisuuden arvioinnin GES-varainhoitoyhtiölle.

Aineiston teksteissä ei käyty Forumin sijoitusstrategian eettistä puolta läpi kovin yksi-

tyiskohtaisesti, joten kovin kattavaa analyysiä sen eettisten valintojen perusteista ei voi tehdä. Rahaston perustamisen motiiveista ja rahaston sijoitusvalinnoista voinee kuitenkin päätellä jotakin. Koska rahasto perustettiin pitkälle Luterilaisen kirkon tarpeisiin, kirkon tarpeet sekä luterilainen etiikka vaikuttanevat myös rahaston sijoitusperiaatteisiin. Forumin sijoitusstrategiaa kuvailtiin hyvin turvaavaksi ja tämä taas vaikuttaa samanlaiselta käytännöltä, jota eläkevarojen sijoittamiselta vaaditaan lain mukaan. Forumin varovaiseen sijoitusstrategiassa näkyy siis kirkon eläkevarojen sijoitustarpeiden vaikutus. Kuten aiemmin alaluvussa 4.1 käytiin läpi, kirkko suosi positiivista painottamista. Tämä näkyy myös Forumin sijoitustoiminnassa, joka on niin ikään positiivispainotteinen. Aktiivisesta omistamisesta rahaston toiminnassa ei puhuttu, mikä selittynee sillä, että se koostuu suurimmaksi osaksi korkoinstrumenteista, joiden mukana äänivaltaa ei tule.

SEB ITÄMERIRAHASTO

SEB Itämerirahasto aloitti toimintansa Suomessa kesällä 1999 (Tenngren 1999, 75–79). Rahasto on alueellinen osakerahasto, joka sijoittaa Venäjää lukuun ottamatta kaikkiin Itämeren maihin. Rahasto on ruotsalaisen emoyhtiön SEB:n sijoitusrahasto, jota edustaa Suomessa SEB:n tytäryhtiö Gyllenberg Rahastoyhtiö. Rahasto käyttää negatiivisen arvottamisen kriteerejä. (Karhapää 2001, 59–68) Sijoituskohteista on rajattu ulkopuolelle ase-, alkoholi-, auto-, öljy- ja tupakkateollisuus (Kuisma 2001, 31). Tenngrenin (1999, 75–79) mukaan SEB:n Itämerirahastoon vaadittiin vähintään 30 000 markan alkusijoitus.

Itämerirahasto harjoittaa myös hyväntekeväisyyttä lahjoittamalla voitto-osuudesta WWF:lle (Karhapää 2001, 59–68). Mikäli rahasto tuottaa voittoa vähintään prosentin, rahasto lahjoittaa vuosittain prosentin WWF:lle Itämeri-ohjelmaan, jonka lisäksi SEB antaa vielä saman verran lisää WWF:lle. WWF:n edustaja on mukana tekemässä rahaston sijoituspäätöksiä. Suomalaisten osakkeiden osuus rahaston salkusta oli 18,6 % ja yksittäisistä yrityksistä Nokian osuus oli suurin 9,6 %. Rahastossa oli monien muidenkin telekommunikaatioyritysten osakkeita. (Kuisma 2001, 31)

ARVO

Kuisman (2001, 12, 20) mukaan Leonia käynnisti Leonia Arvo -sijoitusrahaston lanseerauksen vuonna 1999. Leonia Arvo sovelsi sijoituskohteidensa arviointiin SAM Sustainability Groupin kehittämää kestävän kehityksen luokitusta. Luokituksessa yrityksen mahdollisuuksia ja riskejä tarkasteltiin kestävän kehityksen periaatteen mukaisesti ja tavoitteena oli löytää edelläkävijäyritykset, joiden kilpailukyky kehittyy parhaiten. Karhapään (2001, 60–68) mukaan Leonia Arvo -rahastossa käytettiin sekä negatiivista että positiivista arvottamista sijoituspäätöstensä tukena. Kirkko oli mukana myös Arvo-rahastossa (Kuisma 2001, 30).

Ylikosken (2003, 69–86) mukaan Sampo Kestävä Arvo -rahastoon⁸ valittiin kultakin toimialalta eettisimmät yritykset. Sampo Kestävä Arvo -rahaston yritysten eettisyyden arviointi perustui SAM:n ja Dow Jonesin yhteistyössä kehittämään indeksiin (Dow Jones Sustainability Index, DJSI). Eettisyyden arvioiminen oli kokonaan ulkoistettu SAM:lle ja suomalainen salkunhoitaja teki lopullisen sijoituskohteiden valinnan perinteisin kriteerein. SAM:n analyysija suorittaa kolmisenkymmentä eri alojen asiantuntijaa. Arviointiprosessi ja menettelytavat on verifioitu PricewaterhouseCoopersin toimesta. Kohdeyritykset ovat maailman suurimpia ja niiden eettisyyden varmistaminen edellyttää huomattavia resursseja. Kestävä Arvo -rahaston sijoituspolitiikka osakkeenomistajana on passiivinen. Yritysten toimintatapoihin pyritään vaikuttamaan vain jättämällä heikoiten eettisiä periaatteita noudattavat kohteet salkun ulkopuolelle.

Rahasto, joka oli alkuun yhdistelmä osakerahastoa ja korkorahastoa, muuttui täysin osakepohjaiseksi vuonna 2003. Jakaantumisen jälkeen Sampo Kestävä Arvo Korko aloitti toimintansa uutena rahastona huhtikuussa 2003. Rahasto sijoitti pääasiassa euro-alueelle ja noin puolet velkakirjoista oli hallitusten. Sampo Kestävä Arvo Korko -rahaston markkina-arvo oli vuonna 2004 noin 19 miljoonaa euroa. Molemmista Sammon eettisistä rahastoista suljettiin pois alkoholi, tupakka, uhkapeli, porno ja aseoli-

⁸Aineistossa ei oltu kuvattu tyhjentävästi Arvo-rahastoon kohdistuvia muutoksia. Koivuportaan (2008, 118) työssä kerrottiin Leonia-pankin ja vakuutusyhtiö Sammon yhdistyneen vuonna 2001. Ylikosken (2003, 69–86) tutkielmassa puhuttiin rahastosta nimeltä Sampo Kestävä Arvo. Vaikuttaa siis siltä, että Leonia Arvon nimi muuttui yhdistymisen myötä Sampo Arvoksi ja rahasto näyttää saaneen myös sanan ”Kestävä” liitteeksi aiempaan.

suus. (Hellsten 2005, 38, 51–55)

VISION

Conventum Vision on lokakuussa 1999 perustettu, Suomessa rekisteröity yhdistelmärahasto, joka sijoittaa kotimaisiin osakkeisiin ja arvopapereihin. Rahastolla on sijoitusraati, jolla on keskeinen rooli sijoitustoiminnan suunnittelussa ja arvioinnissa. Raatiin kuului Conventum Rahastoyhtiön edustajien lisäksi ammattiyhdistysten, tutkimuslaitosten, työnantajajärjestöjen, valtiovallan ja kirkon edustajia. Kirkolla oli sijoituksia Conventum Visionissa, kuten kaikissa kolmessa vuonna 1999 perustetussa rahastossa. (Karhapää 2001, 60–68 ja Kuisma 2001, 30–31) Koivuportaan (2008, 120) mukaan Pohjola fuusioitui kesällä 2001 Conventumin kanssa ja Kupin (2006, 87) mukaan Conventum Vision -rahasto muuttui Pohjola Visioniksi.

Osakesijoituksissa rahasto keskittyy yrityksiin, joiden henkilöstömäärä on ollut kasvava ja jotka ovat panostaneet henkilöstön koulutukseen ja hyvinvointiin. (Karhapää 2001, 60–68 ja Kuisma 2001, 30–31) Karhapään (2001, 60–68) näkemyksen mukaan epäselväksi jäi se, kuinka henkilöstöön panostusta arvioidaan Visionin sijoituspäätösten tukena. Karhapään mukaan henkilöstön koulutuksen ja hyvinvoinnin lisäksi muuta eettisyyteen viittaavaa ei mainittu rahaston sijoituspolitiikassa.

Ylikosken (2003, 73–92) mukaan Pohjola Vision -rahastossa yrityksiä arvioidaan jatkuvasti. Yhtiöt valitaan henkilöstöasiansa hyvin hoitavien ja taloudellisesti menestyvien yritysten joukosta. Tämä tarkoittaa sitä, että eettiset, mutta markkinanäkemyksen mukaan heikosti menestyvät yritykset jäävät salkun ulkopuolelle. Yritysten henkilöstöanalyysi tehdään itse, eikä ulkopuolisia arviointoja käytetä. Senior Salkunhoitajan mukaan rahasto ei pyri aktiivisesti vaikuttamaan sijoituskohteena olevien yritysten toimintaan. Vaikutuskeinojen käyttämättä jättäminen on Pohjolan linjaus.

Ylikosken (2003, 73–92) mukaan yhteydenpito yrityksiin tapahtuu yritysvierailujen kautta, jolloin näkemykset välittyvät henkilöstöjohdon edustajille. Salkkuun on valittu vain suomalaisia yrityksiä, mikä vähentää hajautusta, mutta on tiedonsaannin kannalta

välttämätöntä. Ulkomaisista yrityksistä olisi vaikea saada tietoa, eivätkä säännölliset yritysvierailut välttämättä onnistuisi. Visionin rajautuminen Suomen pienille markkinoille ei Ylikosken mukaan laske salkun eettisyyden tasoa, sillä kotimaiset yritykset pärjäävät henkilöstöasioiden hoidossa varsin hyvin. Kupin (2006, 87) mukaan rahasto sulautettiin vuonna 2006 toiseen rahastoon, jolloin sen toiminta muuttui henkilöstöky-symyksiä laajemmaksi.

OP - KESTÄVÄ KEHITYS

Ylikosken (2003, 69–71) mukaan OP-Kestävä Kehitys -niminen rahasto perustettiin lokakuussa 2002. Rahasto oli euroalueelle sijoittava eettinen osakerahasto, jonka sijoituskohteet valittiin DJSI EURO STOXX Sustainability -indeksistä, joka oli samalla sen vertailuindeksi. (Ylikoski 2003 69–71) Heinäsen (2006, 38–45) mukaan OP-Kestävä kehitys -rahastoon kertyi varoja 55,8 miljoonaa euroa. Heinäsen tekemässä rahastojen vertailussa OP-Kestävä kehitys ylsi lähelle vertailuindeksiä 5,83 % tuotolla. Heinäsen mukaan rahasto ylsi selvästi parempaan keskituottoon kuin riskitön korko. Rahaston tuotosta on kerrottu lisää seuraavassa luvussa. Koivuportaan (2008, 147, 173) mukaan OP-Kestävä Kehitys -rahasto yhdistettiin OP-Ilmasto -sijoitusrahastoon. Uudelleen muotoutuneen rahaston sijoitukset tehtiin eettisen seulonnan avulla.

MUUT EETTISET RAHASTOT

Muita aineiston teksteissä mainittuja rahastoja ei käsitelty yhtä perusteellisesti kuin edellä mainittuja rahastoja. Tällaisia rahastoja olivat Tapiola Ympäristö, Tapiola Hyvinvointi, Celeres HR Suomi, Alfred Bergin ABN AMRO Socially Responsible Equityn ja Alfred Berg Eettinen. Tapiola Ympäristö perustettiin toukokuussa 2002 ja se oli Suomessa toimiva eettinen rahasto, jonka varat sijoitettiin toiseen Luxemburgissa toimineeseen sijoitusrahastoon. Näin ollen Tapiola Ympäristö ei varsinaisesti ollut täysin suomalainen rahasto. (Ylikoski 2003, 69–70) Tapiola Ympäristö lopetettiin vuonna 2004 kysynnän puutteen vuoksi (Kupi 2006, 86).

Tapiola Hyvinvointi perustettiin Tapiola Ympäristön lopettamisen jälkeen (Kupi 2006, 86). Tapiola Hyvinvointi sijoitti maailmanlaajuisesti yrityksiin, jotka edesauttavat ih-

misten ja ympäristön hyvinvointia. Vuonna 2006 rahastossa oli varoja yhteensä 47,2 miljoonaa euroa. Samana vuonna rahaston paino oli Yhdysvalloissa sekä terveydenhuollossa ja kulutustuotteissa. Heinäsen rahastovertailussa Tapiola Hyvinvoinnin keskituotto oli 2,29 %, joka jäi sekä vertailuindeksistä sekä riskittömästä tuotosta jälkeen. (Heinänen 2006, 38–45)

Sekä Kupin (2006, 87–89) työssä käsitelty Celeres HR Suomi, joka perustettiin vuonna 2004, jolloin sen markkina-arvo oli kolme miljoonaa euroa. Celeres HR Suomi huomioi sijoitustoiminnassaan henkilöstökysymykset. Kupin vertailussa vuonna 2005 rahasto tuotti selvästi muita vastuullisia rahastoja paremmin. Viiteindeksiin verrattuna sen tuotto oli yli 16 %.

Ylikoski (2003, 69–70) mainitsi ulkomaisista rahastoista Suomen markkinoilla toimineen Alfred Bergin ABN AMRO Socially Responsible Equityn. Rahasto sijoitti maailmanlaajuisesti eettisiin perustein osakkeisiin. Rahaston alkuperämaa oli Hollanti. Samalta rahastoyhtiöltä Suomessa toimi myös Alfred Berg Eettinen. Rahasto sijoitti edellä mainitun rahaston tapaan maailmanlaajuisesti eettisiin osakkeisiin ja sen alkuperämaa oli Hollanti. Kupin (2006, 86) mukaan Alfred Berg Eettinen poistui markkinoilta vuonna 2004. Kupi arveli tämän johtuvan siitä, että rahasto ei pystynyt täyttämään lain vähimmäisvaatimuksia osuudenomistajien tai vähimmäispääoman määrästä. Kummankaan rahaston tuontivuotta Suomeen ei mainittu.

Yhteenvetona aineiston tiedoista voidaan sanoa, että Rahastot Forum, Vision ja Arvo on kaikki perustettu vuonna 1999. Yhteistä niille on iän lisäksi myös evankelis-luterilaisen kirkon omistajuus, kotimaisuus, sekä passiivinen sijoituspolitiikka. Forum-rahastoa tituleerataan ensimmäiseksi suomalaiseksi eettiseksi rahastoksi, koska se oli ensimmäinen eettinen rahasto, joka oli suomalaisten hallinnoima. Kaikkien rahastojen sijoitusten eettistä toimintaa valvottiin. Valvojat olivat jokaisessa rahastossa erilaiset: sijoitusneuvosto, raati ja SAM. Jokaisella rahastolla oli kuitenkin joku suomalainen henkilö, joka päätti rahaston sijoituksista.

Eettiset rahastot kohtasivat vaikeuksia: Tapiola Ympäristö sekä Alfred Berg Eettinen lopetettiin. Kupi arveli lopettamisten syiksi kysynnän puutetta sekä vaikeuksia lain vaatimien osuudenomistajien vähimmäismäärien tai vähimmäispääoman määrien täyttämässä. Rahastojen vaikeuksien taustalla saattoi vaikuttaa esimerkiksi suuri alkuinvestointi. Kuten aiemmin käytiin läpi, Hellstenin (2005, 81–93) tutkielman havaintona oli, että keskimääräinen eettinen sijoitus oli 2904 euroa. Tenngrenin mukaan SEB:n Itämeri-rahastoon, SEB:n Ympäristörahastoon sekä Gyllenberg Forumiin vaadittiin vähintään 30 000 markan alkusijoitus. Euroissa tämä summa olisi ollut karkeasti 5000 euroa. Alkuinvestoinnin ja keskimääräisen eettisen sijoituksen ero on noin 2000 euroa. Tämä on eräs mahdollinen tekijä, joka on saattanut karkottaa rahastoista sijoittajia, kun yksityissijoittajat eivät ole kyenneet tai halunneet sijoittaa eettisiin rahastoihin vaadittavia summia. Aineiston teksteistä ei kuitenkaan käy ilmi, oliko lakanneissa rahastoissa näin korkeat alkuinvestoinnit.

5.3 Suomalaisen vastuullisten rahastojen menestyksen vertailu

Aineistossa oli neljä tutkielmaa, joissa käsiteltiin perinteisten rahastojen ja eettisten rahastojen tuottojen eroja. Kolme muuta tutkielmaa käyttivät empiiristä dataa tuottovertailun välillä, Virtanen (1999) pyrki tarkastelemaan menestystä teoreettisista lähtökohdista. Virtanen kannatti ajatusta, että eettiset rahastot eivät pärjäisi ei-eettisille, mutta perustelut jäivät jokseenkin hatariksi ilman empiriaa. Raution ja Niemenpään (1999) sekä Tuokkolan (2004) tutkielmat päättyivät samansuuntaisiin tuloksiin aikaisempien tutkimustulosten kanssa siitä, että eettiset rahastot eivät poikkea ei-eettisten rahastojen tuotoista merkittävästi. Heinäsen (2006) tulos poikkesi aiemmasta tutkimuksesta, sekä kahdesta muusta tämän tutkielman aineiston empiirisistä työstä, sillä Heinäsen tuloksissa oli selkeä ero rahastotyyppien menestysten välillä.

Myös Virtanen (1999) tarkasteli eettisten sijoitusrahastojen menestystä, mutta vertailun sijaan hän keskittyi teoreettiseen tarkasteluun. Virtanen tuli tutkielmassaan siihen tulokseen, että eettinen sijoitusrahasto ei voi tuottaa yhtä hyvää tulosta tavallisen sijoitusrahaston kanssa. Virtasen käsitys eettisten rahastojen sijoituspolitiikasta oli varsin jyrkkä ja tämä vaikuttanee myös hänen päätelmiinsä. Virtanen myös kyseenalaistaa tilastollis-

ten menetelmien toimivuuden eettisten rahastojen tuottojen tarkasteluun, mutta tarjoaa samalla Sharpen mittaria parhaana menetelmänä. Työ on hieman ristiriitainen eikä tuonut tämän tutkielman kannalta merkittävästi uutta tietoa.

Raution ja Niemenpään (1999) tutkielmassa tarkastellaan yhdeksää rahastoparia, joiden toinen osapuoli oli eettinen rahasto ja toinen tavallinen osakerahasto. Rahastot on rekisteröity Isossa-Britanniassa ja parit on valittu mahdollisimman samankaltaisiksi kooltaan ja sijoitusalueeltaan. Rahastojen menestystä tarkasteltiin vuosina 1993–1998. Tarkoituksena oli selvittää, eroavatko kahden rahastotyypin tuotot toisistaan Sharpen, Treynorin ja Jensenin mittareita sekä negatiivisten tuottojen keskihajontaa riskiyksikkönä käytävillä mittareilla. Tutkielman tuloksena oli, aikaisempien tutkimusten tapaan, että rahastojen tuotot eivät poikkea tilastollisesti merkitsevällä tasolla. Tutkielmaa ei esitellä tässä sen tarkemmin, koska sen empiirinen data ei ole Suomesta.

Tuokkolan (2004) tutkielman tavoitteena oli verrata kymmentä eettistä ja kymmentä ei-eettistä rahastoa toisiinsa ja näin selvittää, kuinka hyvin eettiset sijoitusrahastot menestystä suomalaisilla markkinoilla. Tutkielma on aineiston ensimmäinen rahastovertailu, jossa käytettiin dataa Suomesta. Tuokkola muodosti vertailun rahastoparit samankaltaisten rahastojen kesken samoilta rahastoyhtiöiltä. Eettisiä rahastoja verrattiin ei-eettisiin, ja ne olivat kahta paria lukuun ottamatta kummatkin samalta yhtiöltä. Rahastojen menestystä tutkittiin aikavälillä 2000–2003.

Tuokkolan tutkielman kaikki eettiset rahastot oli listattu Suomessa, vaikka niiden alkuperämaita olivat Suomen lisäksi Ruotsi sekä Luxemburg. Tutkielmassa käsitellyt eettiset rahastot olivat Conventum Vision, Gyllenberg Forum, OP-Kestävä Kehitys, Sampo Kestävä Arvo, JPMF Global Socially Responsible Fund, SEB Lux Equity Fund - Ethical Europe, SEB Lux Equity Fund - Ethical Global, Svenska Kyrkans Värdepappersfond, Robur Miljöfond ja SEB Östersjöfund/WWF. Suomalaisia olivat neljä ensimmäistä rahastoa. Tuokkolan otos on aineiston laajin ja se on hyvin lähellä kokonaisotantaa Suomen markkinoilla saatavilla olleista eettisistä rahastoista.

Tuokkolan (2004, 56–57) vertailussa käytettiin Sharpe-ratiota, Treynor-ratiota, Jensen's Alpha -tunnuslukua sekä Matched Pairs Approachia. Koska eettisten rahastojen tarkasteluvälin keskituotto oli negatiivinen, Sharpea ja Trynoria ei voitu tulkita. Tuloksena oli, että eettiset rahastot eivät poikkeaa tilastollisesti markkina-benchmarkeista tai ei-eettisistä rahastoista. Eettiset rahastot pärjäsivät jopa hiukan verrokkejaan paremmin. Eettisistä rahastoista ainoastaan Gyllenberg Forum ylsi positiiviseen keskituottoon. Forum oli rahastoista myös ainoa, joka ylitti vertailuindeksinsä.

Suomalaisten rahastojen tuotot tarkasteluaikana olivat Conventum Visionilla –11,4, Gyllenberg Forumilla 1,5 %, OP-Kestävä Kehityksellä –13 % ja Sampo Kestävä Arvollla –14,5 %. Eettisten rahastojen tuottoprosentit Tuokkolan mukaan on esitetty taulukossa 2. Tuokkolan oma tutkielma oli samoilla linjoilla aikaisempien tutkimusten tulosten kanssa siinä, että eettiset ja ei-eettiset rahastot eivät poikkeaa merkittävästi toisistaan tuottojen suhteen. (Tuokkola 2004, 56–57)

Rahasto	Tuottoprosentti
Conventum Vision	–11,4
Gyllenberg Forum	1,5
OP-Kestävä Kehitys	–13
Sampo Kestävä Arvo	–14,5

Taulukko 2. Eettisten rahastojen tuottoprosentit Tuokkolan mukaan.

Heinäsen (2006) tutkielman tavoitteena oli selvittää, joutuvatko rahastosijoittajat maksamaan eettisestä valinnasta heikompien tuottojen muodossa. Tutkielmassa vertailtiin kuutta eettisestä rahastosta ja kahta ei-eettisestä rahastoa keskenään. Kumpikaan ei-eettinen rahasto ei ollut suomalainen. Suomesta saatavilla olevista eettisistä rahastoista Heinäsen vertailussa olivat mukana ruotsalainen, mutta Suomessa listattu SEB Lux Fund -Ethical Global, suomalaiset Tapiola Hyvinvointi sekä OP-Kestävä Kehitys. Muut kolme eettistä rahastoa olivat ulkomailla listattuja.

Heinäsen laski rahastoista Sharpe-ration, Treynor-ration, Reward to Semivariance -ration ja Jensen's Alphan. Tarkastelun aikaväli oli 2002–2005. Datan hankinnassa käytettiin Datastreamiä ja Osuuspankin rahastohakua. Heinänen pyrki valitsemaan vertailu-

kelpoiset rahastot, millä hän tarkoitti sijoittamista maantieteellisesti samoille alueille. Tutkimuksessa päädyttiin tulokseen, jossa ei-eettiset rahastot pystyvät parempaan tuotoon. Aiemmat aiheesta tehdyt tutkimukset antoivat olettaa, että eroa rahastovertailussa ei olisi havaittavissa. Heinäsen tutkimus siis oli ristiriidassa aikaisempien tieteellisten tutkimusten sekä samasta aiheesta aiemmin tehtyjen pro gradu -tutkielmien kanssa.

Heinäsen (2006, 44–45) mukaan SEB Lux Fund -rahaston keskituotto tarkasteluvälinä oli negatiivinen, vain –3,74 %. OP-Kestävä Kehitys sekä Tapiola Hyvinvointi olivat molemmat keskituotoiltaan positiivisia. Heinäsen rahastovertailussa OP-Kestävä Kehitys ylsi eettisistä rahastoista parhaimpaan keskimääräiseen vuosituottoon 5,83 %. Tapiola Hyvinvointi -rahaston keskituotto oli 2,29 %, rahasto jäi kuitenkin sekä vertailuindeksistä että riskittömästä tuotosta jälkeen. Eettisten rahastojen tuottoprosentit Heinäsen mukaan on esitetty taulukossa 3. Heinäsen mukaan vain OP-Kestävä Kehitys kykeni tasavertaisesti kilpailemaan tuotoissa ei-eettisten rahastojen kanssa. Syyksi hyviin tuottoihin Heinäsen arvioi eron sijoituspolitiikassa, OP-Kestävä Kehitys oli ainoa rahasto, joka painotti sijoituksissaan Eurooppaa.

Rahasto	Tuottoprosentti
SEB Lux Fund	–3,74
OP-Kestävä Kehitys	5,83
Tapiola Hyvinvointi	2,29

Taulukko 3. Eettisten rahastojen tuottoprosentit Heinäsen mukaan.

Heinäsen tutkielma tuli siis eri lopputulokseen kuin Raution ja Niemenpään sekä Tuokkolan tutkielmat. Lisäksi Heinäsen tutkielman tulos oli ristiriidassa aikaisempien tieteellisten tutkielmien tulosten kanssa. Tätä ristiriitaa saattaa selittää se, että Heinäsen tutkielmassa vertailtavia rahastoja oli liian vähän. Rautio ja Niemenpää vertailivat 18 eri rahastoa, Tuokkola jopa 20, mutta Heinäsen vain kahdeksaa rahastoa.

Huomioitava on myös se seikka, että tutkittavat aikaperiodit olivat kyseisissä töissä varsin lyhyet. Raution ja Niemenpään aikaperiodi oli 1993–1998, joka oli selvästi pisin. Tuokkola tarkasteli vuosia 2000–2003 ja Heinäsen tarkasteli puolestaan vuosia 2002–2005. Tuokkolan tarkastelu osui *it-kuplaksi* kutsuttuun aikaan, jolloin osakkeiden hin-

noissa tapahtui kansainvälinen notkahdus. Myös tarkasteltujen eettisten rahastojen tuotot olivat negatiivisia, tämän vuoksi Tuokkola ei kyennyt käyttämään kaikkia aikomiaan menetelmiä. Lyhyiden tarkastelujaksojen vuoksi suomalaisesta datasta ei varovaisuuden nimissä kannata vetää liikoja johtopäätöksiä.

Heinänen ei myöskään ollut muodostanut tutkittavista rahastoista pareja, vaan ei-eettisiä rahastoja oli vain kaksi. Rautio ja Niemenpää sekä Tuokkola olivat muodostaneet parit, sekä valinneet vertailupareiksi mahdollisimman samankaltaisia rahastoja. Heinänen pyrki valitsemaan rahastot, jotka sijoittivat samoille maantieteellisille alueille, mutta Rautio ja Niemenpää sekä Tuokkola olivat askeleen pidemmällä samankaltaisuuden arvioinnissa. Tuokkola muun muassa valitsi kaikki rahastoparinsa niin, että niiden alkupe-
rämaa, rahastoa hallinnoima yritys ja sijoitusten maantieteellinen painoalue olivat samoja. Tuokkolan kaikki rahastot oli listattu Suomessa ja rahastoparit olivat varallisuudeltaan saman kokoisia sekä monen parin kohdalla myös suurin piirtein saman ikäisiä.

Heinänen sanoi jo ennen vertailun tekemistä, että tutkielman ei-eettiset rahastot olivat suosittuja, ja että niihin on sijoitettu selkeästi enemmän varallisuutta kuin vertailun eettisiin rahastoihin. Vertailuun saattoi vaikuttaa myös se, että eettiset rahastot hallinnoivat huomattavasti pienempiä varoja kuin ei-eettiset. Pienimmän eettisen rahaston ja suurimman ei-eettisen varojen ero oli viisisataakertainen. Voidaan kyseenalaistaa, onko rahastovertailujen tekeminen mielekästä näistä lähtökohdista.

6 SUOMEN VASTUULLINEN SJOITTAMINEN VER- RATTUNA MUIHIN MAIHIN

6.1 Vastuullisten rahastojen kehitys eri maiden välillä

Vastuullisen rahastosijoittamisen historiaa tarkasteltiin useissa aineiston teksteissä, kuten Kankaanpään (2006), Kuisman (2001), Jokisen (2007) sekä Karhapään (2001) töissä. Maailman ensimmäisenä eettisenä sijoitusrahastona mainittiin usein Pioneer Fund, joka perustettiin vuonna 1928 Yhdysvalloissa. Myös Yhdysvalloissa vuonna 1971 perustettu rauhanliikkeeseen sitoutunut Pax World Fund mainitaan usein urauurtavaksi eettiseksi rahastoksi. Ruotsiin perustettiin vuonna 1965 Euroopan ehkä ensimmäinen eettinen rahasto, jonka nimestä oli tämän aineiston tekstien perusteella hieman epäselvyyttä, mutta kyseessä lienee kuitenkin sama rahasto⁹. Isossa-Britanniassa eettisen rahastosijoittamisen käännekohta tapahtui vuonna 1984, kun Friends Provident Stewardship Fund perustettiin. (Ks. esim. Kankaanpää 2006, 48; Kuisma 2001, 11; Karhapää 2001)

Avanzi SRI researchin¹⁰ mukaan Euroopassa yhteenlaskettuja eettisiä rahastoja oli 1980-luvun puolessa välissä noin 20 kappaletta. 1990-luvun alkupuoliskolla eettisiä rahastoja oli noin 50 kappaletta. Ennen vuosituhaten vaihdetta rahastoja oli noin 150 Euroopassa, ja vuosituhaten vaihteen jälkeen niitä oli jo likimain 300. Aineiston tiedot päättyvät vuoteen 2005, jolloin rahastoja oli noin 375 kappaletta. Ensimmäisten eettisten rahastojen varhaisesta perustamisesta huolimatta vaikuttaisi kuitenkin siltä, että vastuullinen sijoittaminen oli jokseenkin marginaalinen ilmiö vielä 1980-luvulle saakka. Vasta 1990–2000-luvuilla voitaisiin sanoa eettisen tai vastuullisen rahastosijoittamisen lähteneen merkittävään kasvuun. (Jokinen 2007, 53, 59)

⁹ Kankaanpää (2006) käytti nimeä Aktie Ansvar Aktiefond, Kuisma (2001) käytti nimeä AktieAnswar Myrberg. Bengtssonin (2008) mukaan ensimmäinen varsinainen eettinen rahasto Euroopassa oli vuonna 1965 toimintansa aloittanut ruotsalainen AktieAnsvar Aktiefond -rahasto.

¹⁰ Avanzi SRI research. <http://www.siricompany.com/pdf/SRI_Funds_Europe_2005.pdf>

Varhaisimmat eettiset rahastot vaikuttavat keskittyneen aineiston perusteella kehittyneisiin länsimaihin. Myös rahastojen lukumäärän kasvu pysyi keskittyneenä näihin edelläkävijäalueisiin. Kuisman (2001, 12) mukaan maailmassa toimi 1990-luvun lopulla noin 300 kestävän kehityksen sijoitusrahastoa, joista noin puolet oli USA:ssa, noin 50 Britanniassa ja 40 rahastoa Pohjoismaissa. Avanzi SRI researchin (2005) mukaan Iso-Britannia, Ruotsi, Ranska ja Belgia mainittiin vastuullisen sijoittamisen kärkimaiksi ja niiden osuus Euroopan vastuullisista rahastoista oli hieman yli 60 % (Jokinen 2007, 53).

Vastuullisen sijoittamisen motiivit ja eettisten rahastojen harjoittama sijoittajapolitiikka poikkeavat edelläkävijämaiden välillä selvästi. Karhapään (2001, 44–47, 50–51, 53–58) otoksen yhdysvaltalaisista rahastoista noin viidesosa pohjautui uskonnolliseen ideologiaan, mutta yksikään brittiläinen ei perustunut. Karhapään tutkielman otokseen kuuluneista yhdysvaltalaisista rahastoista kolmasosa harjoitti aktiivista omistajuutta varallisuuden kuuluvien osakkeiden äänien kautta. Ruotsalaiset eettiset rahastot eivät toimineet aktiivisina omistajina. Syy suoran vaikuttamisen pois jättämiseen on resurssien ja asiakkaiden kiinnostuksen puute.

Rahastot poikkesivat toisistaan myös muiden ominaispiirteiden suhteen. Brittiläiset eettiset rahastot olivat rahastojen hoitokustannuksiltaan kalliimpia kuin tavalliset rahastot (Rautio & Niemenpää 1999, 75). Karhapään (2001, 60–68, 79) mukaan ruotsalaisille eettisille rahastoille taas oli tyypillistä harjoittaa hyväntekeväisyyttä. Näin ne poikkesivat muun muassa suomalaisista, koska Karhapään mukaan hyväntekeväisyys ei kuulu suomalaisten rahastojen toimintaan. Syyn hän arveli löytyvän verotuksesta, lahjoitusten vähennyskelpoisuus asetti rajansa hyväntekeväisyyden harjoittamiselle.

Yhteenvetona voidaan sanoa, että ensimmäisten eettisten rahastojen perustamiset ovat usein tapahtuneet kauan ennen kuin sijoitustyyli on kunnolla päässyt yleistymään. Esimerkiksi Yhdysvaltojen ensimmäinen eettinen rahasto perustettiin 1920-luvulla, mutta maininta seuraavasta eettisestä rahastosta on 1970-luvulta. Tämä saa osan maista näyttämään varhain kehittyneiltä verrattuna Suomeen. Varhaisten eettisten rahastojen perustamiset vaikuttavat olleen yksittäisiä tapahtumia. Rahastojen lukumäärässä mitattuna

eettinen rahastosijoittaminen lähti kasvamaan Euroopassa vasta 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa.

Suomen sijoitustoimintaa rajoittivat luvussa kolme esitettyä asiaa. Koko rahastosijoittaminen sijoitustyylinä ei ollut mahdollista Suomessa silloin, kun varhaiset ulkomaiset eettiset rahastot perustettiin. Suomen ensimmäinen eettinen rahasto perustettiin vuonna 1999, mikä on 15 vuotta myöhemmin kuin Brittien, 34 vuotta myöhemmin kuin Ruotsin ja 71 vuotta myöhemmin kuin Yhdysvaltojen ensimmäiset eettiset rahastot. Myös suomalaisten rahastojen suosion kasvu varainhallintamuotona jäi kansainvälisessä vertailussa myöhään kehittyneeksi. Kuitenkin eettiset rahastot lähtivät kasvuun Euroopassa 1990-luvun lopulla, ja tämän trendin aallonharjalla Suomi vaikuttaisi olleen.

Valtionohjauksen erot, esimerkiksi vero-ohjaus, saattavat selittää maiden välisiä eroja. Esimerkiksi sijoitustoimintaa ei ole tuettu Suomessa samalla tavalla kuin Ruotsissa. Lisäksi se, miten tuottoja tai rahastojen harjoittamaa hyväntekeväisyyttä verotetaan, saattaa vaikuttaa vastuullisten rahastojen suosioon, mutta myös rahastojen ominaispiirteisiin.

6.2 Eläkevarojen sijoittamisen erot maiden välillä

Sparkesin (2002, 5–7) mukaan Ison-Britannian eläkerahastojen sijoitustoiminnan yhteiskuntavastuullisuus otettiin huomioon kansallisessa lainsäädännössä ensimmäisenä maailmassa. Säännökset tulivat voimaan vuonna 2000 ja ne velvoittavat Ison-Britannian yksityisen sektorin eläkerahastoja raportoimaan sijoituspäätöksissä mahdollisesti huomioon otetuista yhteiskuntavastuullisista tekijöistä. Työeläkelaitoksilla tulee olla laadittuna lain edellyttämä julkilausuma noudatetuista sijoitusperiaatteista, mutta laki ei velvoita sijoittamaan vastuullisesti. Tämän jälkeen useat maat ovat omaksuneet lainsäädäntöönsä vaatimuksen vastuuasioden huomioon ottamisesta eläkerahastojen sijoituspäätöstä tehtäessä. (Mäkinen 2008, 69–70)

Eurosifin (2008, 18) mukaan ainakin kahdeksalla Euroopan maalla on kansallinen eläkevarojen vastuulliseen sijoitustoimintaan liittyvä laki tai ohjeisto. Kyseiset maat ja säännösten omaksumisvuodet olivat seuraavat: Iso-Britannia (2000), Ranska (2001), Saksa (2001), Ruotsi (2001), Belgia (2004), Norja (2004), Itävalta (2005) ja Italia (2004). Sorsan (2006, 5) mukaan Suomessa työeläkerahastojen sijoituspolitiikka ei näin ollen ole lakisääteisesti julkisesti läpinäkyvää, ellei työeläkevakuuttaja oma-aloitteisesti julkaise sijoituskriteereitään. Suomi poikkeaa Ruotsista, Norjasta, Isosta-Britanniasta sekä joukosta muita eurooppalaisia maita. Eurosifin (2012) mukaan Ruotsissa ei kuitenkaan ole yksityiskohtaista lainsäädäntöä, vaan lain vaatimus on yleisluontoinen. Niin ikään Norjassakaan vastuullista sijoittamista ei ohjailla yksityiskohtaisella lainsäädännöllä.

Hyrskkeen ym. (2012, 54–58, 90–94) eläkesijoittajien asenteita kartoittavan tutkimuksen mukaan suomalaiset eläkesijoittajat, muista Pohjoismaista poiketen, eivät olisi valmiita sijoittamaan vastuullisiin kohteisiin, jos tuotto olisi huonompi. Suomessa oli myös selkeästi vähemmän vastuullisen sijoittamisen strategian omaavia eläkesijoittajia kuin muissa Pohjoismaissa. Yhden syyn arveltiin olevan eläkesijoittajien haluttomuus julkaista periaatteita julkisuuskuvan vaarantumisen takia. Kuitenkin myös niiden, joilla ei strategiaa ollut, sanottiin ottavan yhteiskuntavastuun huomioon toiminnassaan.

Suomen eläkejärjestelmän poikkeaminen muista valtion ohjauksen suhteen on erikoista, varsinkin kun työeläkeyhtiöiden rooli suomalaiselle yhteiskunnalle on niin merkittävä. Kuvaja (2010, 141–145) sanoi Suomen pörssin ylivoimaisesti suurimpien sijoittajien olevan työeläkeyhtiöitä. Valtion ohjauksen puutteella vaikuttaa olleen osuutensa siihen, että Suomella on muita Pohjoismaita selkeästi vähemmän vastuullisen sijoittamisen strategian omaavia eläkesijoittajia.

6.3 Vastuullisen sijoittamisen erot neljän Pohjoismaan välillä

Aineistossa oli käsitelty laajasti Suomen vastuullisen sijoittamisen eroja ja yhtäläisyyksiä verrattuna muihin Pohjoismaihin. Vertailuja muihin Euroopan maihin tai Yhdys-

valtoihin ei ollut toteutettu yhtä perinpohjaisesti. Pohjoismaiden eroista löytyy tietoa muun muassa Eurosifin kaikkien kolmen vuoden raporttien, Hyskeen ym. (2012) sekä Scholtensin ja Sieväsen (2013) teksteistä.

Eurosifin (2010, 17, 28) mukaan suuri osa pohjoismaisista varainhallintaorganisaatioista toimii kaikissa neljässä maassa, joten rahoitusvälineiden vähittäismyyntiä on vaikea eritellä Suomen, Ruotsin, Norjan ja Tanskan kesken. Hiltusen (2011, 75) mukaan monien Suomessa toimivien varainhallintayhtiöiden pääkonttorit ovat Ruotsissa, josta vastuullisen sijoittamisen vaikutteet siirtyvät tytäryhtiöihin Suomeen ja myös suomalaisten omistamiin varainhoitoyhtiöihin. Kuten rahastojen esittelyluvussa viisi mainittiin, monet Suomessa myytävänä olevista vastuullisista rahastoista ovat ruotsalaisten hallinnoimia (ks. esim. SEB:n rahastot).

Ruotsia tituleerattiin monissa lähteissä edelläkävijämaaksi sekä kehittyneeksi vastuullisessa sijoittamisessa (ks. esim. Eurosif 2008, 46; Eurosif 2010, 49). Siitä, mikä taho edisti vastuullisen sijoittamisen kehitystä Ruotsissa, oli ristiriitaista tietoa aineistossa. Scholtensin ja Sieväsen (2013, 613) mukaan Ruotsin kirkko oli edelläkävijäorganisaatio, jota seurasivat institutionaaliset sijoittajat sekä eläkerahastot. Eurosifin (2010, 49–50) mukaan vastuullisen sijoittamisen edelläkävijöinä ja roolimalleina toimivat Ruotsin valtion eläkerahastot. Ruotsin kirkko nähtiin vasta myöhemmin esikuvana vastuullisessa sijoittamisessa.¹¹ Eurosifin (2012, 55) mukaan vuoteen 2012 mennessä lähes kaikilla Ruotsin suurimmilla varainhallintaorganisaatioilla ja varojen omistajilla oli jonkinlainen vastuullisen sijoittamisen toimintaperiaateasiakirja. Vuonna 2012 Ruotsissa oli 28 varainhoitajaa, jotka olivat allekirjoittaneet UNPRI-periaatteet.

Ruotsin tavoin myös Norjaa pidetään vastuullisen sijoittamisen edelläkävijänä. Suuri osa Norjan sijoitetuista varoista on jo sijoitettu vastuullisesti. (Eurosif 2012, 49) Vastuullinen sijoittaminen juuret Norjassa löytyvät 1980-luvun lopulta, jolloin ensimmäinen ympäristörahasito perustettiin. Vastuullinen sijoittaminen kasvatti suosiotaan eten-

¹¹ Eurosifin väite ei saa tukea Bengtssonin (2008b) artikkelista, jossa käytiin läpi Ruotsin kirkon roolia vastuullisen sijoittamisen edelläkävijänä jo 1980-luvulla.

kin norjalaisten institutionaalisten sijoittajien keskuudessa vuosina 1995–2004. Markkinat kasvoivat huomattavasti vuonna 2004, kun Norjan eläkevarojen sijoittamiseen alettiin soveltamaan eettisiä ohjeita. Norjan valtion eläkevarat ovat Euroopan suurimmat, sekä toiseksi suurimmat koko maailmassa. (Eurosif 2008, 36) Eläkevarat muodostuvat pääasiassa Norjan öljyn ja kaasun tuotannosta (Scholtens ja Sievänen 2013). Kuten edellä jo kerrottiin, Norja oli vuonna 2012 muita Pohjoismaita jäljessä UNPRI:n allekirjoittaneiden sijoittajien lukumäärässä (Eurosif 2012, 49).

Tanskan on myös sanottu kehittyneen myöhään vastuullisen sijoittamisen suhteen. Kaksi tanskalaista eläkerahastoa alkoivat soveltaa eettisiä kriteerejä 1990-luvun alussa, mutta kovasta kritiikistä johtuen muut toimijat eivät seuranneet esimerkkiä. Kuitenkin vuoden 2008 mennessä suuri osa tanskalaisista eläkerahoista sovelsi vastuullisia periaatteita sijoituksiinsa systemaattisesti. (Eurosif 2008, 24–25) Tanskan ensimmäinen eettinen rahasto perustettiin vuonna 2001, eli kaksi vuotta Suomen ensimmäistä rahastoa myöhemmin (Hyrskke ym. 2012, 18). Danish Sustainable Investment Forum, Dansif, perustettiin vuonna 2008. (Eurosif 2010, 29) Vuonna 2010 Tanskassa tuli voimaan laki, jonka mukaan sijoittajien tulee tiedottaa vastuullisesta sijoittamisesta yleisellä tasolla vuosiraporteissa. (Eurosif 2012, 30) Vuonna 2012 Tanskassa oli UNPRI:n allekirjoittajia 33, mikä teki siitä Pohjoismaiden kärkimaan (Hyrskke ym. 2012, 29).

Scholtens ja Sievänen (2013, 605–614) tutkivat, voiko eroja yhdistää maiden talouden, finanssisektorin, kulttuurin ja instituutioiden ominaispiirteisiin. Scholtens ja Sievänen sanovat, että aikaisemmat tutkimukset eivät ole empiirisesti tutkineet, vaikuttavatko erilaiset esitetyt tekijät vastuullisen sijoittamisen ilmaantumiseen. Heidän mukaansa ei ole olemassa teoriaa, joka selittäisi, mikä määrittelee vastuullisen sijoittamisen maakohtaisella tasolla. Tästä syystä he pyrkivät luomaan pohjan tälle teorialle ja pyrkivät vastamaan kysymykseen, miksi maat eroavat toisistaan vastuullisen sijoittamisen suhteen. Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että talouden avoimuus, eläkerahastojen koko, kulttuuri ja epävarmuuden välttely ovat yhdistettävissä maiden välisiin eroihin vastuullisessa sijoittamisessa. Samankaltaisuudet maiden välillä näkyvät institutionaalisten sijoittajien ja uskonnollisten tahojen toimissa. Myös sijoitusstrategioissa voidaan nähdä yhteneväisyyksiä.

Scholtens ja Sievänen (2013) käyttävät artikkelissaan Eurosifin keräämää tietoa. Kirjoittajat huomauttavat, että Eurosifin raportti on ainoa vastuullisesta sijoittamisesta saatavilla oleva data ja datan laadun epävarmuudesta johtuen tuloksia tulee tulkita varovasti. Lisäksi Scholtens ja Sievänen käyttivät Maailmanpankin ja OECD:n dataa Pohjoismaiden pankkijärjestelmien, institutionaalisten sijoittajien ja rahoitusmarkkinoiden vertailuun.

Scholtens ja Sievänen (2013) nostivat taloudelliset tekijät Pohjoismaiden taustalla esiin ja pyrkivät selittämään vastuullisen sijoittamisen kehitystä niiden kautta. Norjalla oli kaikista Pohjoismaista selkeästi korkein säästämisaste sekä bruttokansantulo asukaslukuun suhteutettuna. Norjalla on huomattavasti eniten vastuullisesti sijoitettuja varoja absoluuttisesti, bruttokansantuotteeseen kuin myös asukaslukuun suhteutettuna. Kuitenkaan Scholtens ja Sievänen eivät löytäneet yhteyttä vastuullisen sijoittamisen ja asukaslukuun suhteutetun tulon väliltä.

Scholtens ja Sievänen tutkivat myös rahoitussektorin ominaispiirteiden yhteyttä vastuulliseen sijoittamiseen. Tutkimuksessa tarkasteltiin pankkien, institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkerahastojen, sekä rahoitusmarkkinoiden ominaisuuksia. Suomen luvut rahoitusmarkkinoiden ominaispiirteissä olivat huomattavasti talouden mittareita positiivisemmat. Suomen pörssin koko ja osakekauppa olivat Pohjoismaiden suurimmat suhteutettuna bruttokansantuotteeseen. Suomen eläkevarat olivat toiseksi suurimmat Norjan jälkeen. Suomen rahoitusympäristön ominaispiirteisiin kuului myös se, että yksityiset lainat sekä pankkitalletukset olivat pienet ja samaa tasoa Norjan kanssa. Scholtens ja Sievänen eivät onnistuneet liittämään rahoitussektorin tunnuslukuja vastuulliseen sijoittamiseen. Myöskään eläkerahastojen koolla ei ollut yhteyttä.

Scholtensin ja Sieväsen tutkimuksessa käytettiin Hofsteden mallia kulttuurin tarkasteluun. Feminiinisimmät yhteiskunnat, kuten Norja ja Ruotsi, omaksuvat vastuullisen sijoittamisen hyvin. Hofsteden mallin mukaan Suomi on Pohjoismaista alhaisin individualistisilla arvoilla mitattuna sekä korkein epävarmuuden välttelyssä. Lisäksi Scholtens ja Sievänen kuvailevat Suomea introvertiksi, määrätietoiseksi sekä kilpailuhenkiseksi.

mäksi. Scholtensin ja Sieväsen mukaan epävarmuuden välttely voidaan yhdistää ydin-SRI:n (Core SRI) suosioon, mikä tarkoittaa sitä, että suomalaiset ja norjalaiset haluavat olla varmoja sijoitustensa eettisyydestä.

Lisäksi Scholtensin ja Sieväsen tutkimuksessa tarkasteltiin säännöstön, työmarkkinainstituutioiden sekä poliittisten instituutioiden vaikutusta vastuulliseen sijoittamiseen. Tutkielman tulokset koskien instituutioiden vaikutusta vastuulliseen sijoittamiseen olivat ristiriidassa aikaisempien tutkimusten kanssa, sillä yhteyttä näiden ilmiöiden väliltä ei löytynyt. Kirjoittajat toteavat, että instituutioiden ja SRI:n välistä yhteyttä on vaikea muodostaa käytettävissä olevasta datasta, joten johtopäätelmiä yhteyksistä on vaikea tehdä. Scholtensin ja Sieväsen tutkimustulokset ovat eri linjoilla aiemman tutkimuksen kanssa vastuullista sijoittamista määrittävien tekijöiden kanssa (esim. Bengtsson 2008b, Bengtsson 2008b).

Yhteenvetona aineiston tiedoista voidaan sanoa, että vastuullisen sijoittamisen vaikutteet näyttävät Suomeen siirtyneen Ruotsista sekä muualta Euroopasta rahastojen sekä maailmanlaajuisten aloitteiden, kuten UNPRI:n sekä Eurosifin alaisen Finsifin kautta. On hyvin mahdollista, että Suomen kehitys näyttää erityisen hitaalta, kun edistystä verrataan Ruotsiin ja Norjaan. Vaikuttaisi kuitenkin siltä, että Suomi on kuromassa eroa kiinni muihin Pohjoismaihin. Kuten luvussa neljä mainittiin, Finsifistä tuli vuonna 2012 Pohjoismaiden eniten jäseniä kerännyt vastuullisen sijoittamisen foorumi.

Aineistoissa esitettiin useaan otteeseen havainto Suomen hitaammasta kehityksestä vastuullisessa sijoittamisessa verrattuna muihin Pohjoismaihin. Ero Ruotsiin ja Norjaan vaikuttaakin olevan selvä. Tanskan kehitys on lähimpänä Suomen kehityskulkua, mutta aineistossa ei käsitelty Tanskan sijoitusympäristön taustoja kovin yksityiskohtaisesti. Norjan öljyvarojen suuri määrä saattaisi selittää vastuullisten varojen suurta määrää, mutta muuten taloudelliset luvut eivät selitä sitä, miksi Suomi on niin paljon muita Pohjoismaita jäljessä.

Scholtensin ja Sieväsen keräämistä ja vertailemista luvuista voi tehdä myös erilaisia tul-

kintoja kuin mitä he itse tekivät. Monet talouden tärkeät luvut olivat Suomelle epäedullisia. Suomi jää jälkeen Ruotsista, Norjasta ja Tanskasta asukaslukuun suhteutetussa bruttokansantuotteen koossa, bruttokansantulossa sekä säästämisasteessa. Vaikka asukaslukuun suhteutetut erot olivat pieniä verrattuna esimerkiksi Ruotsiin, tulee kuitenkin huomioida, että Suomen absoluuttinen bruttokansantulo on muihin verrattaviin maihin selvästi pienempi.

7 SYNTEESI

7.1 Vastuullisen sijoittamisen kehitys Suomessa sekä kehityksen taustatekijät

Tässä luvussa on esitetty tiivistetysti synteesi vastuullisen sijoittamisen kehityksestä aineiston mukaan. Kehityksen taustalla olevia syitä on pyritty esittämään kehityskulun lomassa. Tämä luku siis vastaa tutkielman kahteen ensimmäiseen tutkimuskysymykseen yhdistetysti. Luvun lopussa on esitetty omana alalukunaan tärkeimmät kehitysasket aikajanamuodossa. Kaikki luvussa esitellyt asiat on käyty läpi aiemmin tässä työssä, eikä lähteitä havainnoille esitellä enää toistamiseen.

Suomen rahoitusmarkkinoiden historia on kansainvälisesti lyhyt. Vastuullisen sijoittamisen kehitystä tulee tarkastella tässä myöhäisen kypsymisen kontekstissa. Suomen talous oli suljettua ja keskuspankkijohtoista ja pankkien rooli lainoittajina oli korostunut. Lyhyen aikavälin rahamarkkinat ja kaupankäynti osakejohdannaisilla alkoivat vasta vuonna 1987, jolloin perustettiin myös ensimmäiset suomalaiset rahastot. Tiukka sääntely vaikutti rahoitusmarkkinoiden ominaispiirteisiin ja yleisesti myöhäiseen kehitykseen ja näin myös vastuullisen sijoittamisen viivästyneeseen yleistymiseen.

Ensimmäinen yritys vastuullisen sijoittamisen saralla oli vuonna 1989 perustettu pankkitoimintaa harjoittava Eko-Osuuspankki. Vastuullisen sijoittamisen liikkeellelähtö pankkitoiminnasta saattaa johtua Suomen pankkikeskeisestä ilmapiiristä. Pankkien valtakausi ei kuitenkaan selvinnyt talouden muutoksista. Pankit olivat olleet yritysten merkittäviä omistajia, mutta yritysten omistuksen vapautuminen 1990-luvun alussa johti siihen, että niiden asema jäi muiden finanssimarkkinoilla toimivien yhteisöjen varjoon. Myös Eko-Osuuspankin toiminta kärsi talouden myllerryksestä.

Sijoitusrahastot olivat vielä 1990-luvulla huonosti tunnettuja ja niihin oli sijoitettu vä-

hän rahaa verrattuna vuosituhannen vaihteen jälkeiseen aikaan. Suosion vähäisyyden arveltiin johtuvan verotuksen ja lainsäädännön epäsuotuisuudesta. Yksityissijoittajat suosivat matalakorkoisia pankkitilejä varojen sijoituskohteina. Rahastosijoittamisen hidas kehitys saattaa selittää sitä, miksi Suomeen ei perustettu myöskään eettisiä rahastoja ennen vuotta 1999. Vuosituhannen vaihteessa evankelis-luterilainen kirkko oli tehnyt suurimmat sijoitukset Suomen eettisiin rahastoihin. Muut institutionaaliset sijoittajat tai yksityissijoittajat eivät olleet vielä lähteneet mukaan eettiseen rahastosijoittamiseen.

Yksityissijoittajien intoa sijoittaa eettisiin rahastoihin saattoi laskea rahastoihin vaadittava korkea alkuinvestointi. Moniin eettisiin rahastoihin alkuinvestointi oli jopa 5000 euroa vuosituhannen vaihteessa. Kuitenkin vastuullisten yksityissijoittajien ominaispiirteisiin kuului perinteistä sijoittajaa pienemmät sijoitukset. Ensimmäiset rahastot oli suunnattu kirkon tarpeisiin, joten vaikuttaa siltä, että niitä perustettaessa ei oltu huomioitu muiden sijoittajien, kuten yksityissijoittajien, taloudellisia realiteetteja.

Suomen suurille työeläkerahastoille asetettiin niiden perustehtävien lisäksi kansantaloudellisia ja sosiaalisia velvoitteita monilta eri suunnilta. Eläkejärjestelmän alkuaikoina hyvinvointivaltiota rakennettiin myös eläkeyhtiöiden kautta. Vaikuttaisi siltä, että eläkejärjestelmän alkutaipaleella vastuusta tai etiikasta ei puhuttu eksplisiittisesti, mutta järjestelmän toimintaan liittyi yhteiskunnallisia arvoja. Yhteiskunnalliset vaikutukset huomioitiin ja järjestelmän toimintaan liittyviä arvoja olivat kotimaisen hyvinvoinnin ja talouskasvun tukeminen. Tätä toimintaa voisi pitää vastuullisena sijoitustoimintana. Yhteiskunnallisia elementtejä oli siis olemassa jo ennen kuin termejä eettinen tai vastuullinen sijoitustoiminta käytettiin. Sijoittamisestakaan ei yleisesti puhuttu, sillä eläkevaroja pääasiassa lainattiin elinkeinoelämälle, eli ei sijoitettu osakkeisiin. Työeläkevakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta alkoi kunnolla vasta 1990-luvulla.

Eläkevarojen sijoitusmahdollisuuksiin liittyy olennaisesti niitä koskeva sääntely. Eläkeyhtiölakiin vuonna 1997 tehty sijoitussääntöjen ja vakavaraisuuskriteerien muutos teki suomalaisten eläkevakuutusyhtiöiden ulkomaille kohdistuvien sijoitusten kasvusta erittäin nopeaa. Hajauttamisesta johtuen eläkevarojen sijoittaminen muuttui kansainväliseksi ja suomalaisten omistusten suhteellinen osuus jäi pieneksi. Lisäksi 1990-luvulla

sijoitustuottoja kaivattiin suurten ikäluokkien eläkekustannusten kattamiseksi. Muutosten seurauksena 2000-luvulla taloudellisista vastuista tuli korostuneet ja muut arvot jäivät tuottojen varjoon.

Monista muista Euroopan maista poiketen Suomi ei lähtenyt mukaan 2000-luvun alussa virinneeseen trendiin, jossa eläkevaroja hoitavat yhtiöt velvoitettiin lailla julkaisemaan sijoitusperiaatteensa myös vastuulliseen sijoittamiseen liittyen. Useat Euroopan maat ottivat vuosituhaten vaihteen jälkeen kansalliseen lakiin tai ohjeistoon vaatimuksen eläkevarojen vastuulliseen sijoitustoimintaan liittyvästä läpinäkyvyydestä. Suomessa laki ei ole samalla tavalla velvoittanut työeläkeyhtiöitä kohti läpinäkyvää raportointia koskevan vastuullista sijoittamista. Valtion ohjauksen puute saattaa selittää myös, miksi eläkevarojen vastuullinen sijoittaminen yleistyi monia muita maita myöhemmin. Haastatte- luissa työeläkeyhtiöiden edustajat toivoivat lakeja ja säännöksiä ohjaamaan vastuullista sijoittamista. Lakeja ei kuitenkaan tarkastelujaksolla tullut.

Työeläkevakuuttajien taloudelliset tavoitteet olivat jonkin aikaa ylikorostuneet. TELA julkaisi vastuullisen sijoittamisen periaatteet vuonna 2004 ja niitä päivitettiin vuonna 2008. Tästä alkoi työeläkevakuuttajien omatoiminen vastuuasioiden omaksuminen. Periaatteiden noudattaminen oli kuitenkin vapaaehtoista. Kuitenkin vuonna 2008 vasta kaksi kuudesta suurimmasta työeläkevakuutusyhtiöstä oli sitoutunut noudattamaan UN-PRI-periaatteita.

Vastuuasioiden yleistymistä saattoi hidastaa kokemus vastuuasioiden vaikeasta luonteesta. Sijoituspäätöksiä tehneet haastatellut henkilöt kokivat vastuuasioista puhumisen vaikeaksi vielä 2000-luvullakin. Sijoittajat puuttuivat kohdeyritysten yhtiökokouksissa ympäristö- ja yhteiskuntavastuuasioihin hyvin harvoin. Monet haastattelut oli toteutettu nimettöminä ja vailla organisaatioiden nimiä. Vähäistä aktiivisuutta perusteltiin vastuullisuusvaatimusten puutteella sekä aiheen kvalitatiivisella luonteella. Esiin nousi myös luotto suomalaiseen työ- ja ympäristölainsäädäntöön, mitä pidettiin perusteena taloudellisten vastuiden korostumiselle.

Vastuullisen sijoittamisen edelläkävijämaat kuten Yhdysvallat, Britannia sekä Ruotsi ovat olleet paljon Suomea pidemmällä sijoittajakulttuurin kehityksessä. On mahdollista, että sijoittamista suosiva ilmapiiri lisää myös vaihtoehtoisten sijoitusten menestymismahdollisuuksia. Esimerkiksi Ruotsissa valtio tuki sijoittajakulttuuria vero-ohjauksella. Ruotsi, Yhdysvallat sekä Britannia ovat edelläkävijöitä koko sijoittamiskäytännön suhteen.

Lisäksi edelläkävijämaat ovat vauraita, joten on mahdollista että varallisuuden kasvaessa lisääntyy myös kiinnostus muita kuin taloudellisia tavoitteita kohtaan. Varallisuuden määrän vaikutus näkyy varsinkin Norjan kohdalla, joka näyttää vertailuissa edistykselliseltä vastuuasioissa, koska Norjalla on paljon öljyntuotosta rahastoituja eläkevaroja, jotka on valtion päätöksellä sijoitettu vastuullisesti. Kuitenkin Suomen alisuoriutuminen vastuullisesti sijoitettujen varojen suhteen ei täysin selity talouden heikommilla luvuilla.

Suomessa on Norjan tapaan euromääräisesti suuret eläkerahastot, joiden sijoitustavoitteissa korostuvat taloudelliset vastuut. Tuottotavoitteisuuden taustalla oli eläkeyhtiöiden alkuperäisen tehtävän, eli eläkkeiden maksukyvyyn takaaminen suurten ikäluokkien jäädessä eläkkeelle. Koska eläkevarat ovat suuret, on eläkerahastojen sijoituspolitiikalla suuri potentiaali yhteiskunnallisten arvojen muokkaajana. Valtion ohjauksen puute vaikuttaisi olevan harvenemaan päin oleva ilmiö Euroopan tasolla.

Suomen valtio ei ole ohjannut eläkerahastojen toimintaa huomioimaan muita kuin taloudellisia vastuita, jopa aiemmat arvot kuten kotimaisen työllisyyden tukeminen ym. ovat unohtuneet. Suomen laki säätelee työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa, mutta ei velvoita ottamaan yhteiskuntavastuuasioita huomioon. Suomessa on yhä selkeästi vähemmän vastuullisen sijoittamisen strategian omaavia eläkesijoittajia kuin muissa Pohjoismaissa. Voitaisiin siis väittää, että Suomen kehityksen hitaus johtuu valtion ohjauksen puutteesta, eli kärjistetysti yhteiskunta ei vaadi yhteiskunnallista sijoittamista.

Vuosi 2010 muodostui vastuullisen sijoittamisen kannalta merkittäväksi, kun Suomeen perustettiin vastuullisen sijoittamisen foorumi, Finsif. Ensimmäisenä vuonna jäseniä oli

18, mutta jo parin vuoden päästä jäsenmäärä oli yli kaksinkertaistunut, mikä teki siitä Pohjoismaiden suurimman foorumin jäsenmäärällä mitattuna. Finsifin sanottiin kattavan lähes kaikki merkittävimmät institutionaaliset sijoittajat ja omaisuudenhoitajat Suomessa vuonna 2012. Aloitteisiin ja periaatteisiin sitoutuneiden määrä kasvoi Suomessa voimakkaasti 2010-luvulla, kun UNPRI-periaatteiden allekirjoittajien määrä nousi samalle tasolle Tanskan ja Ruotsin kanssa. Kaikkien Suomen suurimpien toimijoiden sanottiin allekirjoittaneen UNPRI:n, johon myös suurimman osan vastuullisen sijoittamisen strategiat pohjautuvat. Rahoitusmarkkinoilla sanottiin käynnistyneen lumipalloehtiksi kuvailtu tapahtumaketju, jossa toimijat kopioivat kilpailijoitaan omaksumalla vastuuasiat osaksi strategiaansa.

7.2 Vastuullisen sijoittamisen aikajana

- 1989 Eko-Osuuspankin perustaminen korkeiden korkojen vastineeksi.
- 1998 Ruotsalainen SEB Lux Fund Ympäristö -rahasto tuotiin Suomeen.
- 1998 Eko-Osuusraha jatkoi Eko-Osuuspankin toimintaa osuuskuntamuotoisena rahastoyhtiönä.
- 1999 Suomen evankelisluterilaisen seurakunnan eettisen sijoittamisen ohjeet julkaistiin.
- 1999 Suomen ensimmäinen eettinen rahasto Gyllenberg Forum perustettiin.
- 1999 Kestävän kehityksen rahastoissa oli varoja 34 tai 44 miljoonaa euroa lähteestä riippuen.
- 2004 TELA julkaisi vastuullisen sijoittamisen periaatteet.
- 2006 Termiä *vastuullinen sijoittaminen* alettiin käyttää Suomessa UNPRI:n julkaisemisen jälkeen.
- 2008 TELA päivitti vastuullisen sijoittamisen periaatteensa UNPRI:n mukaisiksi.
- 2010 Finsif perustettiin.
- 2012 Finsifistä tuli Pohjoismaiden suurin vastuullisen sijoittamisen foorumi.
- 2012 Suomen UNPRI allekirjoittajien määrät samaa luokkaa Tanskan ja Ruotsin kanssa.

8 YHTEENVETO

Tämän tutkielman tavoitteena oli rakentaa kuva vastuullisen sijoittamisen kehityksestä Suomessa. Tutkimus toteutettiin kirjallisuuskatsauksena, eli synteessinä aikaisemman tutkimuksen ja keskustelun pohjalta. Menetelmä valittiin, koska haluttiin muodostaa kokonaiskuva kehityksen taustoista ja kirjallisuuskatsauksen arveltiin tuovan laajan näkökulman aiheeseen. Tutkimusprosessi toteutettiin Finkin (2005) mallia käyttämällä. Työvaiheet on ilmaistu siten, että muut tutkijat voivat arvioida niitä. Tutkielmassa tarkasteltiin vain tekstejä, joiden sisältö on analyyttistä ja perusteltua. Perustellusta tekstistä alkuperäisen kirjoittajan päättelyketjun havainnointi on helpompaa ja näin ollen uudelleentulkintojen tekeminen mahdollista. Paperisten töiden osalta tarkasteltiin vain Tampereelta ja Helsingistä saatavilla olevia töitä. Aineisto koostui 31 erilaisesta tekstistä. Varhaisimmat aiheesta tehdyt julkaisut olivat vuodelta 1999 ja viimeisimmät työt ovat loppuvuodelta 2012.

Tutkielman ensisijainen tavoite oli muodostaa käsitys siitä, kuinka vastuullinen sijoittaminen on kehittynyt Suomessa. Toinen tavoite oli tarkastella tekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet vastuullisen sijoittamisen hitaaseen kehitykseen Suomessa. Tavoitteiden saavuttamiseksi tekstejä analysoitiin ja vertailtiin toisiinsa. Suomalaista vastuullista sijoittamista koskeva tieto jaettiin teemoihin, jotka esiteltiin luvuissa 3–6. Teemoissa vastuulliseen sijoittamiseen liittyvien ilmiöiden kehitystä on voitu tarkastella asiakokonaisuuksittain kriittisesti sekä esittää aiheista heränneitä pohdintoja. Teemoista nousseet kehityksen kannalta relevanteilta vaikuttavat tekijät yhdistettiin kronologiseen järjestykseen ja tämä kehityskulku on esitelty synteessinä luvussa seitsemän.

Tämä tutkielma täydentää aiempaa keskustelua vastuullisen sijoittamisen maakohtaisista eroista. Ensimmäiseen ja toiseen tutkimuskysymykseen esitetyn vastauksen perusteella lukija voi paremmin ymmärtää kirjoittelussa esitettyä väitettä suomalaisen vastuullisen sijoittamisen myöhäisemmästä alusta. Bengtssonin (2008b) artikkelissa oli tarkasteltu Norjan, Ruotsin ja Tanskan vastuullisen sijoittamisen kehitystä. Tässä tutkielmassa

esitettiin samankaltainen tarkastelu Suomen kehityksestä. Scholtensin ja Sieväsen (2013) artikkelissa maiden välisten erojen taustalla vaikuttavista tekijöistä puuttui kehitysaspekti. Kehityskulun kartoituksen arvo tulee siitä, että se antaa lukijalle paremman kokonaisvaltaisen kuvan vastuullisen sijoittamisen taustalla vaikuttavista tekijöistä. Lisäksi tämä tutkielma tuo esiin aiemmassa kirjoittelussa vähemmälle huomiolle jääneitä tekijöitä, jotka saattavat selittää vastuullisen sijoittamisen ilmenemistä eri aikaan eri maissa. Esimerkiksi eräs mahdollinen syy yksityissijoittajien kiinnostuksen puutteelle saattoi olla ensimmäisten eettisten rahastojen suuret alkuinvestoinnit.

Kolmannessa tutkimuskysymyksessä pyrittiin kartoittamaan vastuullisen sijoittamisen tutkimusta suomalaisessa kontekstissa. Vastuullisen sijoittamisen keskustelun ja tutkimuksen linjat on esitelty heti aineiston esittelyn jälkeen. Vastuullista sijoittamista alettiin tutkia ensimmäisen ruotsalaisen rahaston Suomeen tuomisen jälkeen. Rahastot, eläkejärjestelmä sekä institutionaalisten sijoittajien toimet ja mielipiteet olivat suosittuja tutkimuskohteita. Vastuullisia rahastoja käsiteltiin ja esiteltiin aineiston varhaisimmissa teksteissä, mutta kiinnostus näyttää hiipuneen tarkasteluajanjakson loppua kohden. Rahastovertailut olivat tutkimustyyppiltään eräs suosituimmista tutkimustyypeistä. Kirjoittelussa oli myös havaittavissa vuoden 2006 tienoilla herännyt kiinnostus työeläkevaikuttajien sijoitusten vastuullisuutta kohtaan.

Tutkielman johtopäätösten esittäminen oli haastavaa, koska aineiston havainnot ovat muiden tutkijoiden ja asiantuntijoiden esittämiä, eikä niitä voi pitää tämän tutkielman tekijän omina havaintoina. Muiden tutkijoiden havainnoista koostetun synteesin lisäksi tutkielman tekijä päätteli seuraavaa: Eettisten rahastojen kausi oli pieneksi jäänyt, mutta merkittävä kehitys Suomen vastuullisen sijoittamisen kentässä. Lisäksi havaittiin, että suomenkielinen termi *vastuullinen sijoittaminen* ilmestyi aineiston suomenkielisiin teksteihin vasta vuonna 2008. Tämä muutos on linjassa esimerkiksi Hyrskeen ym. (2012) näkemyksen kanssa, jonka mukaan termiä vastuullinen sijoittaminen alettiin käyttää Suomessa vuonna 2006 UNPRI:n julkaisemisen jälkeen.

Tämän tutkielman aineiston termien käytön perusteella vaikuttaa siltä, että UNPRI:n julkaisun jälkeen käytetty termistö muuttui niin, että *vastuullinen sijoittaminen* korvasi

eettisen sijoittamisen yleistervinä. Lisäksi havaittiin, että suomalaiset institutionaaliset sijoittajat lähtivät vapaaehtoiseen vastuulliseen sijoitustoimintaan avoimemmin ja suu-
remmin joukoin vasta tarkasteluperiodin loppupuolella. Periaatteet saattoivat paikata
institutionaalisten sijoittajien useassa aineiston tekstissä kaipaamaa ohjausta valtion ta-
holta. UNPRI-periaatteiden julkaiseminen vuonna 2006 näyttää muovanneen Suomen
sijoittajakulttuuria.

Tämän tutkielman toteutus kärsi menetelmäoppaiden puutteesta sekä kirjallisuuskatsa-
uksen käsitteiden ja eri tyyppien jäsentymättömyydestä. Hakuprosessin toteuttamiselle
Finkin malli oli hyvä aineiston hakuprosessia varten, mutta varsinaisen kvalitatiivisen
katsauksen toteuttamiselle ohjeistus ei ollut riittävä. Samaa hakuprosessia käyttämällä
aineiston haun pitäisi olla toistettavissa lähes samoin tuloksin. Suomalaisen vastuullisen
sijoittamisen tutkimusta ei ole tehty paljon ja siksi on jokseenkin epätodennäköistä, että
eri tutkija saisi huomattavasti poikkeavan aineiston. Aineiston huolellisen lukemisen ja
analyysin kautta pitäisi kyetä muodostamaan pääpiirteissään samankaltainen kehitys-
kulku ja havainnot aiemman tutkimuksen linjoista.

Tämän tutkielman toteutusta haittasivat myös seuraavat aineiston heikkoudet: Aineiston
haastattelujen tulosten vertailua vaikeutti se, että useimmat suomalaiset rahoitusalan
asiantuntijat ja organisaatiot halusivat pysyä anonyymeinä. Joitakin alkuperäislähteitä ei
pystytty tarkastamaan, koska tarkkaa verkko-osoitetta ei ollut saatavilla ja osa lähteistä
oli jäänyt pois tekstien lähdeluetteloista. Aineistossa käytetyt tilastot olivat ristiriitaisia
keskenään. Tilastojen tietojen ristiriitaisuudet haittasivat vastuullisen sijoittamisen
yleistymisen havainnointia. Myös vastuullisten rahastojen kokonaismäärää koskevat
puutteet tiedoissa olivat merkittäviä. Aineistossa oli myös ristiriitaisuuksia esimerkiksi
rahastojen nimien suhteen. Lisäksi Eurosifin raporteissa esitetyt tiedot vastuullisen si-
joittamisen kehityksestä olivat joiltakin osin ristiriitaisia muuhun kirjoitteluun verrattu-
na. Aineiston rahastovertailujen tulokset olivat ristiriitaiset, eikä niiden perusteella voi
sanoa, ovatko suomalaiset eettiset rahastot menestyneet. Yleinen ymmärrys tieteellisessä
kirjoittelussa on, että eettisten ja ei-eettisten rahastojen tuotoissa ei ole merkittäviä
eroja.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

- Amaeshi, K. 2010. Different Markets for Different Folks: Exploring the Challenges of Mainstreaming Responsible Investment Practices. *Journal of Business Ethics*, 92, 41–56.
- Arjaliès, D.-L. 2010. A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered. *Journal of Business Ethics*, 92, 57–78.
- Bengtsson, E. 2008a. Socially Responsible Investing in Scandinavia – a Comparative Analysis. *Sustainable Development*, 16, 155–168.
- Bengtsson, E. 2008b. A History of Scandinavian Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 82, 969–983.
- Blowfield, M. & Murray, A. 2008. *Corporate Responsibility – a Critical Introduction*. Oxford: Oxford University Press.
- Brown, C. 1998. Rise of the Institutional Equity Funds: Implications for Managerialism, *Journal of Economic Issues*, 32, 803–821.
- Cowton, C. J. 1999. Playing by the Rules: Ethical Criteria at an Ethical Investment Fund. *Business Ethics: A European Review*, 8, 60–69.
- Eurosif. 2008. *European SRI Study 2008*. Paris: Eurosif Studies.
- Eurosif. 2010. *European SRI Study 2010*. Paris: Eurosif Studies.
- Eurosif. 2012. *European SRI Study 2012*. Paris: Eurosif Studies.
- Fink A. 2005. *Conducting research literature reviews: from the internet to paper*. Thousand Oaks: Sage Publications Inc.
- Green, B. N., Johnson, C. D. & Adams, A. 2006. Writing Narrative Literature Reviews for Peer Reviewed Journals: Secrets of the Trade. *Journal of Chiropractic Medicine*, 5, 101–117.
- Guay, T., Doh, J. P. & Sinclair, G. 2004. *Non-governmental Organizations, Shareholder Activism, and Socially Responsible Investments: Ethical, Strategic, and Governance Implications*. *Journal of Business Ethics*, 52, 125–139.
- Heinänen, A. 2006. *Eettisyyden hinta rahastosijoittamisessa*. Helsingin Kauppakorkeakoulu. Kansantaloustieteen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Hellsten, P. 2005. *The demographic profile of Finnish socially responsible mutual fund investors*. Helsingin Kauppakorkeakoulu. Laskentatoimen ja rahoituksen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Hellsten, S. & Mallin, C. 2006. Are ‘Ethical’ or ‘Socially Responsible’ Investments Socially Responsible? *Journal of Business Ethics*, 66, 393–406.
- Hiltunen, M. 2011. *Socially Responsible Investing in Finnish Financial Markets*. Hanken School of Economics. Management and Organisation. Pro gradu -tutkielma.
- Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A. & Sievänen, R. 2012. *Vastuullinen sijoittaminen*. Tampere: Tammerprint.

- Hämeenniemi, M. 2012. *Strategisen vastuullisuuden viestiminen vuosikertomuksessa – Case Metso Oy*. Aalto-yliopisto. Viestinnän laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Jokinen, E. 2007. *Yhteiskuntavastuuasioiden tilinpäätösraportoinnin sekä vastuullisen sijoitustoiminnan merkitys liiketoiminnalle – Case Rautaruukki Oyj*. Jyväskylän yliopisto. Taloustieteiden laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Kallio, T. J. 2006a. Teoreettinen tutkimus ja liiketaloustieteet. *Liiketaloudellinen aika-kauskirja*. 4, 510–538.
- Kallio, T. J. 2006b. Laadullinen review-tutkimus metodina ja yhteiskuntatieteellisenä lähestymistapana. *Hallinnon tutkimus*, 2, 18–28.
- Kankaanpää, O.-M. 2006. *Sijoittamisen moraalimalli*. Tampereen yliopisto. Taloustieteiden laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Kantoluoto, V. 1999. *Eettinen ja ympäristöeettinen sijoittaminen: tilanne ja tulevaisuuden mahdollisuudet*. Helsingin Kauppakorkeakoulu. Johtamisen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Karhapää, V. 2001. *Eettinen rahastosijoittaminen – kehitys, strategiat ja käytäntö*. Jyväskylän yliopisto. Taloustieteiden tiedekunta. Pro gradu -tutkielma.
- Kiander, J. 2001. *Laman opetukset. Suomen 1990-luvun kriisin syyt ja seuraukset*. Helsinki: VATT julkaisuja 27:5.
- Kirkon sijoitustoiminnan eettiset periaatteet*. 1999. Suomen ev.lut. kirkon kirkkohallituksen julkaisuja 1999:3. Helsinki.
- Kivivirta, V. 2010. *Corporate Social Responsibility in Management Control Systems – Case Financial Services Industry in Finland*. Aalto-yliopisto. Laskentatoimen ja rahoituksen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Koivuporras, T-L. 2008. *Ihmiset ja pankki samaa maata? Yhteiskuntavastuun toteuttaminen pankkisektorilla*. Vaasan Yliopisto. Acta Wasaensia, 195.
- Kuisma, M. 2001. *Ympäristönäkökohdat sijoitustoiminnassa*. Helsinki: Ympäristöministeriö.
- Kuisma, M. & Temmes, A. 2011. Yritysvastuu sijoittajien, omistajien ja rahoittajien päätöksissä. Teoksessa Joutsenvirta, M., Halme, M., Jalas, M. & Mäkinen, J. (toim.) *Vastuullinen liiketoiminta kansainvälisessä maailmassa*. Helsinki: Gaudeamus, 303–324.
- Kupi, O. 2006. *"Ei niihin hirveästi tarvitse kiinnittää huomiota, ne tulee siellä sivussa"* *Ympäristö- ja yhteiskuntavastuu sijoitustoiminnassa*. Helsingin Kauppakorkeakoulu. Markkinoinnin ja johtamisen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Kuvaja, S. 2010. *Hyvä raha*. Helsinki: Kirjapaja.
- Louche, C. 2004. *Ethical Investment: Processes and mechanisms of institutionalisation in the Netherlands, 1990–2002*. Erasmus University Rotterdam: Optima Grafische Communicatie.
- Louche C. & Lydenberg S. 2006. *Socially Responsible Investment: Differences Between Europe and United States*. Vlerick Leuven Gent Management School. Vlerick Leuven Gent Working Paper Series 2006:22.
- McCann, L. A., Solomon and J. Solomon: 2003, Explaining the Growth in UK Socially Responsible Investment, *Journal of General Management*, 24, 15–35.

- Metsämuuronen, J. 2005. Näyttöön perustuva päätöksenteko ja systemoitu kirjallisuuskatsaus. *Psykologia*, 40, 578–581.
- Mäkinen, O. 2008. *Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskohteena – Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen*. Tampereen yliopisto. Oikeustieteiden laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Pentikäinen, T., Koivusalo, L., Kammonen, H., & Lämsä, S. 2001. *Työeläke*. Vantaa: Suomen Vakuutusalan kustannus.
- Rankila, O. 2011. *The Role of Responsible Investing in Reputation Management – A Case Study of an Asset Management Company*. Aalto-yliopisto. Viestinnän laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Renneboog, L., Horst, J. T. & Zhang, C. 2008. The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14, 302–322.
- Rinne kangas, M. 2004. *Ympäristöeettiset pörssiyhtiöt – maailmanpelastajiako?* Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja. Keskustelua ja raportteja 9:2004.
- Ruuskanen, O. 2009. *Pankkikriisi ja rahoitusmarkkinoiden sääntely*. Joensuun yliopisto. Joensuun yliopistopaino.
- Salminen, A. 2011. *Mikä kirjallisuuskatsaus? Johdatus kirjallisuuskatsauksen tyyppeihin ja hallintotieteellisiin sovelluksiin*. Vaasan yliopisto. Vaasan yliopiston julkaisuja.
- Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M. & Hamilton, I. 2009, The Heterogeneity of Socially Responsible Investment, *Journal of Business Ethics*, 87, 519–533.
- Savioja, S. 1999. *Eettisen sijoittamisen kriteerit ja niiden soveltaminen suomalaisiin pörssiyhtiöihin*. Tampereen yliopisto. Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Scholtens, B. & Sievänen, R. 2013. Drivers of Socially Responsible Investing: A Case Study of Four Nordic Countries. *Journal of Business Ethics*, 115, 605–616. Julkaistu verkossa 18.8.2012.
- Schueth, S. 2003. Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43, 189–194.
- Sorsa, V.-P. 2006. *Työeläkevakuutusyhtiön yhteiskuntavastuullinen osakesijoittaminen: Institutionalinen näkökulma työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan legitimitettiin*. Jyväskylän yliopisto. Yhteiskuntatieteiden ja filosofian laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Sparkes, R. 2001. Ethical Investment: Whose Ethics, Which Investment? *Business Ethics: A European Review*, 10, 194–205.
- Sparkes, R. 2002. *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. Lontoo: Wiley.
- Takala, T. & Kääriäinen, K. 2003. Ethical investment policy of the Evangelical Lutheran Church of Finland. *Business Ethics: A European Review*, 12, 258–264.
- Tenngren, S. 1999. *Socially responsible investing and exploitability of human resource information*. Helsingin Kauppakorkeakoulu. Laskentatoimen laitos. Pro gradu -tutkielma.

- Tuokkola, M. 2004. *Performance of ethical funds in the Finnish market*. Helsingin Kauppakorkeakoulu. Laskentatoimen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Virtanen, J. 1999. *Eettiset sijoitusrahastot ja niiden tuottavuuden arvioiminen*. Tampereen yliopisto. Kansantaloustieteen laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Wahlström, A. 2007. *GRI-ohjeiston mukainen yhteiskuntavastuuraaportti sosiaalisesti vastuullisen sijoittajan päätöksenteon tukena*. Tampereen yliopisto. Taloustieteiden laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Walsh, D. & Downe, S. 2005. Meta-Synthesis Method for Qualitative Research: A Literature Review. *Journal of Advanced Nursing*. 50, 204–211.
- Ylikoski, J. 2003. *Eettiset sijoitusstrategiat – Toimintamalli eettisissä sijoitusrahastoissa*. Tampereen yliopisto. Kauppatieteiden laitos. Pro gradu -tutkielma.
- Zekanis, L. 1987. The New York Stock Exchange: Marketing the Marketplace. *Journal of American culture*. 10, 91–98.

Virallislähteet

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä 25.4.1997/354

Muut lähteet

- Avanzi SRI research. 2005. Green, social and ethical funds in Europe 2005. <http://www.siricompany.com/pdf/SRI_Funds_Europe_2005.pdf>.
- Finsif 2013. Suomen vastuullisen sijoittamisen foorumin www-sivusto. Historia. <<http://www.finsif.fi/38>> 1.2.2013.
- Suomen Sijoitustutkimus Oy. Rahastoraportti. <www.sijoitustutkimus.fi/>.
- UNPRI 2014. The six Principles. <<http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>> 16.1.2014.